

25 marca 2009

Raport analityczny

**Deweloperzy**

Polska

P/NAV '09 *	0,77
P/LV '09 *	0,99
WIG Deweloperzy	1 508

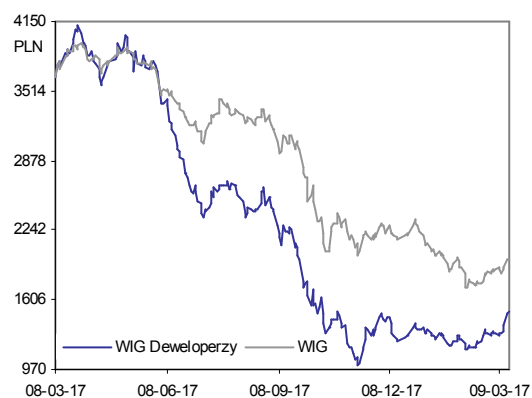
* NAV - wartość aktywów netto, LV - wartość likwidacyjna; ceny z zamknięcia 24.03.2009

	9MTP	Rekomendacja
Dom Development	21,9	Trzymaj
J.W. Construction	10,3	Kupuj
Polnord	35,0	Kupuj

	9MTP	Potencjał zmiany
Dom Development	21,9	-4,8%
J.W. Construction	10,3	72,3%
Polnord	35,0	37,8%

Strategia dotycząca sektora

Przewidujemy, wyniki przedsprzedaży mieszkań będą w 2009 roku bardzo słabe. Do drugiej połowy roku będzie utrzymywać się nadpodaż gotowych lokali w największych miastach, ceny spadną zaś o 30% (powrót do parytetu siły nabywczej z 2005 roku). Widzimy jeszcze większy potencjał spadkowy w przypadku działek deweloperskich. Wyceny większości deweloperów zdyskontowały ten scenariusz. Rekomendujemy kupno walorów deweloperów o niskim udziale gruntów w wartości spółki lub/i korzystnej cenie nabycia gruntów, o ofercie dostosowanej do oczekiwań rynku i korzystnej sytuacji bilansowej. Nasze kryteria spełnia J.W. Construction oraz Polnord.

Kurs akcji WIG Deweloperzy na tle WIG**Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Rynek deweloperski mieszkań

Zalecamy selektywne podejście

Przewidujemy, że wyniki przedsprzedaży w 2009 roku będą bardzo słabe. Wzrostu ilości transakcji spodziewamy się w drugiej połowie roku, wtedy jednak zaostriży się także konkurencja cenowa wśród deweloperów. Sprzedawac będą się mieszkania tanie, małe, ukończone. W 2009 roku i w pierwszej połowie 2010 roku utrzymywać będzie się nadpodaż mieszkań na rynku pierwotnym. Zniknie ona naszym zdaniem pod koniec 2010 roku. W takim scenariuszu spodziewamy się spadku cen ofertowych mieszkań o 30% od poziomu z przełomu 2008 i 2009 roku. Spadki cen będą większe w przypadku działek deweloperskich. Dokonaliśmy wyceny firm deweloperskich przy zastosowaniu metody wartości likwidacyjnej aktywów oraz metody wartości aktywów netto. Nawet po znacznym przeszacowaniu wartości banków ziemi deweloperów (scenariusz: spadek cen mieszkań o 30%), wyceny dwóch z prezentowanych deweloperów pozostają atrakcyjne. Najkorzystniejszą inwestycją są naszym zdaniem akcje J.W. Construction (dostrzegamy szansę na krótkoterminowy wzrost kursu wraz z poprawą sytuacji bilansowej w drugiej połowie roku). Dobrze postrzegamy również akcje Polnordu, przy tym największy zwrot mogą one dostarczyć w przypadku realizacji scenariusza inflacyjnego przy wyjściu z kryzysu (duża ekspozycja na grunty). Rekomendujemy kupno akcji J.W. Construction oraz Polnordu. Cena akcji Dom Development w pełni dyskontuje perspektywy spółki, w związku z tym zalecamy trzymanie walorów.

Metodologia wyceny deweloperów, wycena gruntów

Dokonaliśmy wyceny deweloperów przy zastosowaniu metody kalkulacji wartości likwidacyjnej (udział w wycenie: 10%) i metody kalkulacji wartości aktywów netto (udział w wycenie: 90%). Metoda kalkulacji wartości aktywów netto zakłada wycenę bieżących projektów deweloperskich przy zastosowaniu modelu DCF oraz wycenę banku ziemi metodą wartości likwidacyjnej. Przyjęte przez nas założenia dotyczące spadku cen mieszkań (-30%) i spadku cen usług budowlanych (-10 /- 15% w zależności od lokalizacji i standardu) implikują konieczność zastosowania dużego dyskonta do wartości księgowej gruntów deweloperskich (od 20,9% w Polnordzie, 43,0% w Dom Development do 48,2% w J.W. Construction). Wyceny gruntów charakteryzują się istnieniem dźwigni operacyjnej, która powoduje, że ceny gruntów spadają lub rosną mocniej niż ceny nieruchomości. Największy udział w wycenie, grunty mają w przypadku Polnordu (59,1%), najmniejszą zaś w J.W. Construction (26,7%).

Korzystny scenariusz dla sektora na lata przyszłe (2011+)?

Naszym zdaniem w 2011 roku może zabraknąć mieszkań na rynku wtórnym, jeśli deweloperzy nie rozpoczną w 2010 roku odpowiedniej ilości nowych inwestycji (znaczenie tu ma sytuacja na rynku długu). Dostrzegamy też szansę realizacji scenariusza inflacyjnego. Mógłby on się zrealizować przy wyjściu gospodarek światowych z kryzysu (przełom 2010 i 2011 roku). Jego przyczyną byłaby drastycznie zwiększana baza monetarna, zaś skutkiem - wzrost cen nieruchomości i gruntów. Ze względu na koszty ustalane przy rozpoczęciu projektu i ceny sprzedaży w dowolnym momencie trwania inwestycji (predsprzedaż można rozpocząć w różnych momentach), deweloperzy są dobrym wyborem przy przyjęciu scenariusza inflacyjnego.

	P/NAV '09	P/LV '09	Udział gruntów w wartości aktywów
Dom Development	1,03	1,30	45,9%
J.W. Construction	0,56	0,86	26,7%
Polnord	0,72	0,79	59,1%

Prognozowany rozwój sytuacji na rynku mieszkaniowym

Geneza boomu na rynku nieruchomości

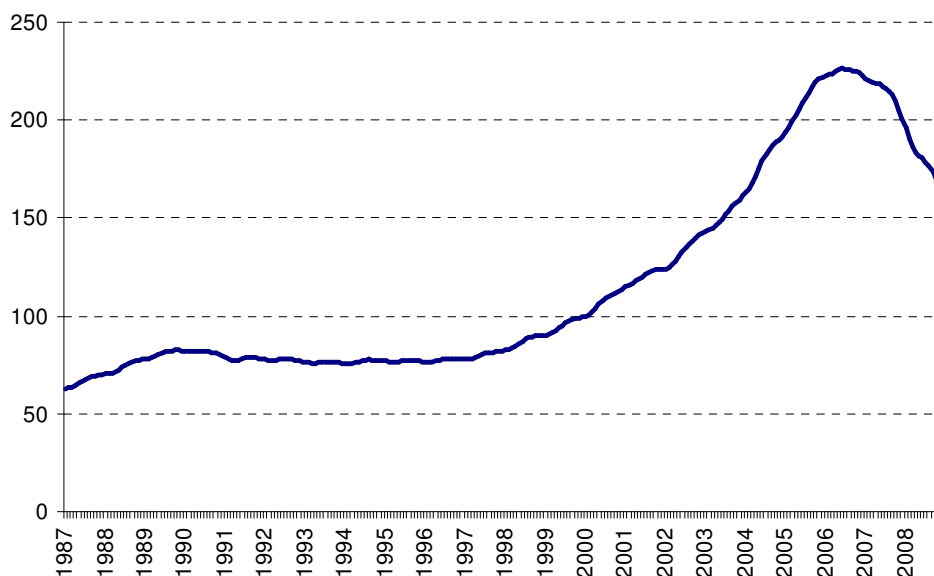
Sytuacja w Polsce przed rokiem 2005

Sytuacja na rynku nieruchomości w Polsce przed 2005 roku pozostawała stabilna. W latach 2003-2005 wolumen transakcji lokalami mieszkaniowymi w granicach miast kształtował się na poziomie 63-72 tys. sztuk rocznie, wartościowo zaś na poziomie 4,8-5,1 mld PLN (źródło: GUS). Trend wzrostowy cen, który pojawił się w roku 2004, można naszym zdaniem interpretować jako wyjście z kryzysu, niż jako rozpoczęcie dynamicznego boomu (w latach 2001-2003 ceny w Warszawie spadły 20%, z tego spadek w wysokości 16% został zanotowany w roku 2002). W 2004 roku ceny mieszkań wzrosły o 7%, w 2005 zaś o 12%, osiągając nominalnie poziom zbliżony do tego z roku 2001. Jednocześnie, liczba nowych mieszkań oddawanych rocznie na 1000 mieszkańców pozostawała na niskim poziomie i wyniosła w 2005 roku 3,0, podczas gdy w Hiszpanii i Irlandii w okresie boomu przekraczała nawet 11. W zasadzie od połowy lat 90-ych mówiło się o znacznym deficycie mieszkań, który przy okazji Narodowego Spisu Powszechnego z 2002 roku został skalkulowany na poziomie 1,5 mln lokali. Pomimo spadku inflacji do poziomu poniżej 4% w 2001 roku, kredyt hipoteczny pozostawał trudno dostępny, zaś większość transakcji dokonywana była za gotówkę. Odsetek transakcji finansowanych kredytem systematycznie rósł (w 2001 i 2002 roku wynosił około 33%, w 2003 roku 40%, w 2004 zaś 45%). Lata 2000-2005 to także czas zmiany struktury inwestora w zakresie budownictwa mieszkaniowego – zmalało znaczenie spółdzielni mieszkaniowych, wzrosło zaś znaczenie deweloperów. W 2000 roku spółdzielnie były odpowiedzialne za 28,0% lokali oddanych do użytku, w 2005 zaś jedynie za 7,2%. W 2000 roku deweloperzy odpowiadali za 23,5% lokali oddanych do użytku, w 2005 zaś za 29,0%.

Sytuacja za granicą przed rokiem 2005

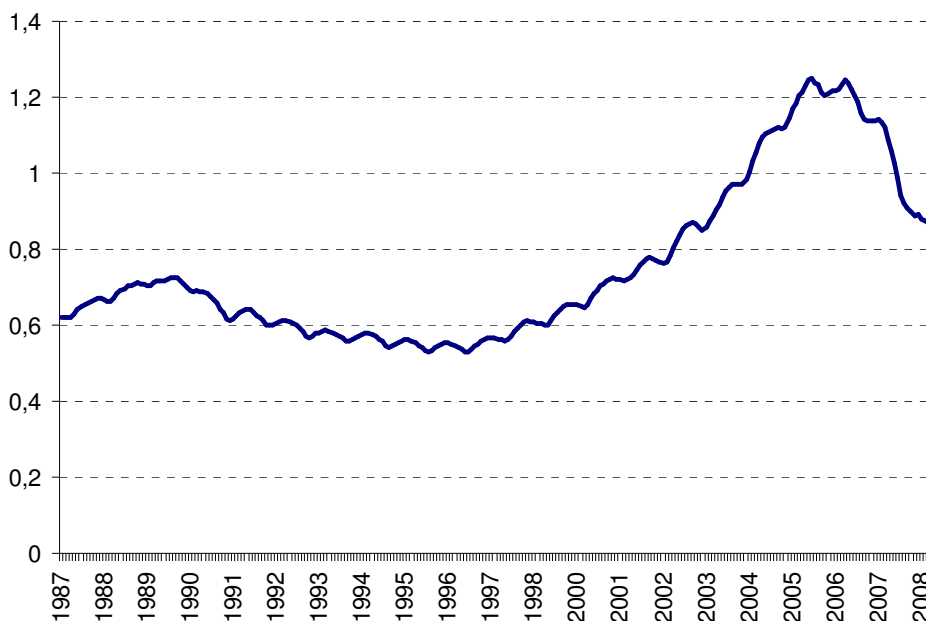
W USA, podobnie jak w innych krajach rozwiniętych, znaczny wzrost cen nieruchomości pojawił się wcześniej niż w Polsce, bo w zasadzie na przełomie XX i XXI wieku. Głównym czynnikiem decydującym o wzroście cen mieszkań w krajach rozwiniętych były naszym zdaniem niskie stopy procentowe, liberalna polityka banków i długi okres dobrej koniunktury gospodarczej. Załamanie cen przyszło dopiero w 2007 roku, wraz z pojawieniem się pierwszych objawów załamania na rynku kredytów subprime.

Indeks cen domów w USA S&P/Case-Shiller Composite CSXR, 1987-2008



Źródło: S&P

Indeks S&P/Case-Shiller / skumulowany wskaźnik inflacji w USA, 1987-2008



Źródło: S&P, DI BRE Banku S.A.

Boom na rynku mieszkaniowym w latach 2005-2008 Q3

Dostrzegamy wiele czynników, które zdecydowały o znacznych wzrostach cen nieruchomości w Polsce w latach 2005-2007:

- Niskie stopy procentowe i wzrost dostępności kredytu wpłynęły na wzrost zainteresowania kredytem hipotecznym jako formą finansowania zakupu nieruchomości. Udział kredytu hipotecznego w finansowaniu transakcji na rynku nieruchomości wzrósł z 45% w 2004 roku do 60,5% w 2005 roku, 80% w 2006 roku i 85% w 2007 roku. Na początku stycznia 2005 średnie stopy procentowe dla kredytu hipotecznego w PLN wynosiły 7,9%, na początku 2007 roku zaś jedynie 5,7%. Banki z dużym powodzeniem zaczęły udzielać charakteryzujących się niższym oprocentowaniem kredytów w CHF. Udział kredytów w CHF w portfolio kredytów hipotecznych sektora bankowego sięgał 55% w styczniu 2005, w październiku 2008 zaś 65% (nie uwzględnia to efektu spadku kursu CHF). Banki przestały wymagać od klientów wpłacania wkładu własnego, oferując kredyty nawet na 110% wartości nieruchomości.
- Akcesja Polski do UE w 2004 roku spowodowała, że coraz więcej osób zaczęło oczekiwać konwergencji cen nieruchomości (lokal, gruntów) w Polsce do poziomów zachodnioeuropejskich. Oczekiwania te sprawdziły się w przypadku stóp kapitalizacji obiektów komercyjnych (tzw. yieldów)
- Coraz bardziej dostrzegalna była poprawa sytuacji gospodarczej, spadło bezrobocie, rosły też płace, szczególnie w dużych miastach (w Warszawie w 2006 roku płace wzrosły o 4,9%, w 2007 roku o 8,2%, w 2008 roku zaś aż o około 9,8%).
- Pojawił się także popyt spekulacyjny, o skali nie spotykanej do tej pory (zakup mieszkania z nadzieją na odsprzedaż po wyższej cenie, często finansowany kredytem).

W efekcie, w latach 2005-2007 ceny mieszkań w największych polskich miastach dynamicznie rosły. W roku 2005 wzrost ceny 1 m² w Warszawie, Krakowie, Gdańsku i Trójmieście przekroczył 12%, w 2006 roku zaś zawierał się w przedziale od 50,7% (Warszawa) do 74,4% (Wrocław). W 2007 roku wzrost cen mieszkań w 4 największych miastach również był zauważalny, nie przekraczał jednak 15-20%, do grona rynków o rosnących cenach dołączyły zaś kolejne miasta (w 2007 roku ceny mieszkań w Katowicach wzrosły o 60%, w Poznaniu o 73%, w Łodzi zaś o 42%). Rok 2008 był generalnie rokiem stabilizacji, a następnie spadku cen (głównie Q4 2008), przy tym spadki te nie przekraczały generalnie 5-10%. Warto zauważyć, że w wyniku skokowego wzrostu cen mieszkań w dużych polskich miastach, znacznie spadła siła nabywczą kupującego. W 2004 roku za przeciętne wynagrodzenie w Warszawie można było nabyć średnio 0,8 m² mieszkania, w 2007 roku zaś jedynie 0,47 m². Pomimo historycznie wysokich cen mieszkań, brakowało jednak istotnego katalizatora, który doprowadziłby do istotnej korekty cen mieszkań. Sytuacja gospodarcza pozostawała dobra, dynamika wzrostu płac w 2008 roku była prawie dwucyfrowa.

Ceny ofertowe 1 m2 w największych polskich miastach (PLN), 2004-2008

Miasto	2004	2005	2006	2007	2008
Katowice	-	-	3 912	6 267	6 338
Kraków	3 403	4 229	7 201	7 516	7 777
Łódź	-	-	4 436	6 293	6 095
Poznań	-	3 372	4 356	7 531	7 978
Gdańsk	2 945	3 477	5 851	7 073	6 429
Warszawa	4 341	4 879	7 354	8 659	9 380
Wrocław	3 003	3 813	6 648	7 386	8 143
Szczecin	-	-	-	-	5 981

Źródło: redNet Consulting

Portfel kredytów hipotecznych, lata 2004-2008

(mld PLN)	2004	2005	2006	2007	2008
Portfel kredytów hipotecznych na koniec roku	37	52	81	122	198
Udział kredytów hipotecznych w PKB (%)	4,0%	5,3%	7,6%	10,4%	15,7%

Źródło: DI BRE Banku S.A., NBP, Bloomberg

Transakcje na rynku nieruchomości, lokale mieszkalne w granicach miast

	2003	2004	2005	2006	2007
Tys. sztuk	66,1	71,7	63,7	61,0	59,5
Mld PLN	4,89	4,80	5,05	5,01	6,98

Źródło: GUS, „Transakcje kupna/sprzedaży nieruchomości w 2007 r.”

Sytuacja deweloperów mieszkaniowych w czasie boomu na rynku

Boom na rynku nieruchomości był niezwykle korzystny dla deweloperów. Byli oni w stanie, przy względnie niezmiennych kosztach wytworzenia (ziemia nabyta po koszcie historycznym, usługa budowlana zlecona przeważnie po stałej cenie) istotnie podwyższać ceny sprzedaży mieszkań, a w efekcie poprawiać marże. Znaczną część z zysków z lat 2006-2007 spółki deweloperskie przeznaczały na zakup gruntów, których cena jest bezpośrednio warunkowana oczekiwanym poziomem cen sprzedaży mieszkań na rynku. W efekcie, wiele gruntów kupionych w 2007 i 2008 została nabyta po znacząco zawyżonych cenach. Do tematu wrócimy w dalszej części raportu.

Historyczne marże deweloperów, 2000-2008

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Dom Development									
Marża zysku brutto %	-	-	-	-	19,7%	24,1%	31,9%	37,9%	38,5%
Marża EBIT %	2,6%	10,8%	9,6%	8,1%	6,4%	13,3%	22,6%	27,4%	23,7%
Marża zysku netto %	3,2%	8,2%	8,3%	4,2%	2,8%	9,7%	18,5%	22,8%	19,6%
J.W.Construction									
Marża zysku brutto %	12,1%	8,4%	9,2%	11,6%	15,3%	17,5%	31,1%	31,8%	28,8%
Marża EBIT %	11,5%	10,9%	8,8%	11,7%	4,1%	8,1%	24,8%	25,4%	18,6%
Marża zysku netto %	9,1%	5,8%	4,6%	4,9%	1,0%	2,7%	18,2%	19,0%	13,5%

Źródło: Monitor Polski B, Dom Development, J.W. Construction

Ocena bieżącej sytuacji i prognoza na lata przyszłe
Wpływ kryzysu finansowego na sprzedaż i ceny mieszkań

Kryzys finansowy znacząco ograniczył akcję kredytową, która napędzała boom na rynku nieruchomości. Banki usztywniły warunki udzielania kredytów hipotecznych – wzrosły marże, spadł też LTV (możliwy do uzyskania poziom kredytowania w stosunku do wartości transakcji). Bardziej wnikliwa stała się także kontrola zdolności kredytowej klientów. Utrudnienia objęły szczególnie popularne w 2008 roku kredyty w CHF, część banków wycofało się z udzielania kredytów w tej walucie. Zgodnie z naszymi obliczeniami, pod koniec 2008 roku spadek cen mieszkań był nawet z nawiązką kompensowany wzrostem kosztu finansowania dłużnego. Sprzedaż mieszkań w Q4 2008 była znacząco niższa (o kilkadziesiąt procent) niż w poprzednim kwartale, przy tym można przypuszczać, że wynikała ona w pewnej części z decyzji kredytowych wydanych jeszcze przed objęciem Polski wpływem kryzysu finansowego. Zgodnie z informacjami napływającymi z rynku, ilość transakcji na rynku pierwotnym i wtórnym w Q1 2009 wynosi około 10-15% poziomu z Q1 2008. Poza efektem polegającym na utracie

dostępu do finansowania dłużnego, kryzys powoduje utratę poczucia bezpieczeństwa przez potencjalnych kupujących. W efekcie, wstrzymują się oni z zakupem, w szczególności, gdy zakup finansowany ma być kredytem hipotecznym. Wzrósł odsetek transakcji dokonywanych za gotówkę. Na spadek liczby transakcji wpływa konsensus prognoz, zakładający spadek cen mieszkań o 10-20% w 2009 roku (kupujący czekają na niższe ceny). Nieliczne transakcje, które mają obecnie miejsce, przeważnie dokonywane są z dużym dyskontem do średnich cen ofertowych.

Wyniki przedsprzedaży mieszkań, Q1 2008-Q4 2008

	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008	Q4 2008	Q4 2008, odsetek przedsprzedanych mieszkań
Dom Development	328	352	222	97	63% / 38% **
J.W. Construction *	67	5	45	-9	76%
Polnord	-	67	240	48	44%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Dom Development, J.W. Construction, Polnord

* Po wyłączeniu projektów: Lewandów Park w Q1 2008, Zielona Dolina w Q1-Q4 2008 (brak pozwolenia na budowę)

** Po wyłączeniu ukończonych i średnio w ponad 90% przedsprzedanych projektów o podwyższonym standardzie: Olbrachta I i II, Patria I i II, Gdański, Bruna, Zawiszy I i II

Komentarz do wyników przedsprzedaży deweloperów

Najlepszymi wynikami przedsprzedaży w 2008 roku mógł poszczycić się Dom Development. Wynikało to z przyjętego przez spółkę systemu przedsprzedaży (rozliczenie z klientem wraz z postępowaniem robót) oraz z oferty dobrze dostosowanej do oczekiwań nabywcy (niewielkie, tanie mieszkania). Do tego, w Q3 2008 miała miejsce transakcja pakietowa (sprzedaż 127 mieszkań Wojskowej Agencji Mieszkaniowej). Niska przedsprzedaż J.W.Construction w 2008 roku jest naszym zdaniem uzasadniona stosunkowo wysoką przedsprzedażą w latach poprzednich (76% na koniec 2008 roku) oraz systemem przedsprzedaży, narażającym na wycofania klientów w momencie zakończenia projektów i odbioru lokali (około 50% mieszkań przedsprzedanych w systemie 10/90). Wyniki przedsprzedaży korygujemy o przedsprzedaż na projekcie Lewandów Park w Q1 2008 oraz o przedsprzedaż na projekcie Zielona Dolina w całym 2008 roku. W tych okresach projekty te charakteryzowały się dużymi wycofaniami klientów, co wynikało z braku prowadzonych prac budowlanych (brak pozwolenia na budowę, konflikt prawny związany z gruntami, na których powstawał projekt, w okresie braku pozwolenia na budowę klient nie ponosi negatywnych konsekwencji wycofania się z umowy z deweloperem). Prace budowlane na projekcie Lewandów Park rozpoczęły się w połowie 2008 roku, na projekcie Zielona Dolina zaś mogą się rozpocząć w połowie 2009 roku. Generalnie sądzimy, że produkty J.W.Construction są dobrze dopasowane do oczekiwań klientów. Przyczyną słabych wyników sprzedaży Polnordu była naszym zdaniem dość wysoka cena sprzedaży lokali i wyższa konkurencja w segmencie o podwyższonym standardzie. Do tego, spółka prowadzi projekty w Rosji, gdzie przedsprzedaż realizowana jest w końcowym stadium budowy / po ukończeniu budynku.

Prognoza na rok 2009

Rok 2009 będzie bez wątpienia bardzo trudny dla deweloperów. Pomijając przewidywane spadki cen nieruchomości, zauważamy dużą nadpodaż mieszkań, które zostaną ukończone w 2009 roku. REAS, w oparciu o analizę oferty deweloperów, dokonuje obliczeń dotyczących ilości mieszkań przedsprzedanych i pozostających w ofercie. Zgodnie z najnowszym raportem firmy, w Warszawie około 12 tys. lokali, które zostaną ukończone w tym roku, ciągle znajduje się w ofercie. W Q4 2008 sprzedało się zaledwie 800 mieszkań. Uważamy, że nadpodaż gotowych lokali ma szansę zniknąć dopiero pod koniec 2010 roku. Przewidujemy, że w drugiej połowie 2009 roku liczba transakcji wzrośnie, co będzie wynikało ze spadku cen lokali oferowanych przez deweloperów oraz z zakończenia projektów (klienci nie będą kupować nie ukończonych projektów, znaczne obniżki cen mają dla dewelopera sens dopiero po zakończeniu budowy obiektu i sprzedaży notarialnej przedsprzedanych po wyższych cenach lokali). Zgodnie z naszą prognozą wartość udzielonych w 2009 roku kredytów mieszkaniowych wyniesie 25-30 mld PLN, tzn. 50% mniej niż w roku ubiegłym. Na spadek sprzedaży kredytów hipotecznych wpływ będzie miało nie tylko zaostrzenie podejścia banków, ale również mniejsza skłonność klientów do zadłużania się (obawy o wahania kursów walut, o sytuację ekonomiczno-finansową, ryzyko utraty pracy,...). Przewidujemy, że w 2009 roku średnie spadki cen mieszkań w największych miastach wyniosą 15%, przy tym będą one wyższe w przypadku lokalizacji o podwyższonym standardzie (nadpodaż). Do kwestii przewidywanych zmian cen mieszkań wrócimy w dalszej części raportu.

Mieszkania, których budowa zakończy się w 2009 roku (stan na koniec 2008 r.)

	Sprzedane	W ofercie	Do wprowadzenia na rynek
Warszawa	15 500	12 000	1 400
Kraków	4 700	4 200	350
Łódź	1 600	1 200	950
Poznań	1 400	1 900	300
Trójmiasto	2 900	2 900	750
Wrocław	2 200	2 200	750

Źródło: REAS, dane przybliżone; mieszkania sprzedane to lokale przedsprzedane i planowane do przekazania w 2009 roku; mieszkania w ofercie to mieszkania nie przedsprzedane i planowane do przekazania w 2009 roku, mieszkania planowane do wprowadzenia to mieszkania nie zaoferowane klientom, ale planowane do przekazania w 2009 roku

Deweloperzy w obliczu kryzysu w 2009 roku

Przewidujemy, że w pierwszej połowie roku większość deweloperów nie będzie stosowała wyższych rabatów niż oferowane obecnie (do 10% ceny nominalnej mieszkania, do 15% w przypadku wpłaty całości kwoty gotówką). Spowodowane jest to dużą ilością projektów, w dużej mierze przedsprzedanych, które zostaną zakończone w połowie 2009 roku. Obniżka ceny dla nowych klientów wymuszałaby obniżkę ceny dla osób, które już podpisały umowę przedwstępną (a w efekcie zaniżyłaby rentowność inwestycji). W efekcie, deweloperzy wolą zakończyć projekty, a dopiero następnie rozpocząć sprzedaż pozostałych lokali po obniżonych cenach. Inną postawę przyjął Gant, oferując duże obniżki także w trakcie realizacji projektu (faktem pozostaje, że wiele projektów spółki zostało zakończone w Q4 2008). Duże, sięgające 20% obniżki cen mieszkań (w ramach negocjacji w programie Podaj Swoją Cenę), w połączeniu z korzystną ofertą (mieszkania małe, segment popularny), pozwoliły spółce stać się liderem rynku w sprzedaży i przedsprzedaży mieszkań. Sądzymy, że znacznie wyższa relatywnie do rynku przedsprzedaż utrzyma się w Gancie do połowy 2009 roku. Oczekujemy większych obniżek cen mieszkań oferowanych przez innych deweloperów w drugiej połowie roku. Przewidujemy, że w 2009 roku przedsprzedaż mieszkań pozostających w budowie będzie znikoma (dużo dostępnych mieszkań gotowych, obawa przed upadłością dewelopera). W efekcie, budżety projektowe wielu mniejszych, bardziej agresywnych deweloperów, mogą być zagrożone. Deweloperzy zagrożeni upadłością mogą najbardziej agresywnie obniżać ceny, co jednak będzie pomagało jedynie w przypadku, gdy obiekty są zakończone. Ryzyko walki cenowej wydaje się największe w przypadku lokalizacji o dużej koncentracji nowych projektów (Warszawa: Białołęka, Wilanów, Wrocław: Krzyki).

Prognoza spadku cen mieszkań o 30%: ceny bazowe

Przewidujemy, że od poziomów z grudnia 2008 roku ceny mieszkań spadną o 30% (15% w 2009 roku i 15% w 2010 roku). Punktem wyjścia dla naszych prognoz są publikowane średnie ceny ofertowe. Średnia cena ofertowa w Warszawie na koniec 2008 roku wynosiła 9380 PLN/m². RedNet Consulting w raporcie „Czy to już koniec spadku cen?” z grudnia 2008 za punkt wyjścia do prognozy zmian cen wybrał cenę ofertową mieszkań, które w ostatnim okresie zostały sprzedane (na podstawie publikowanych ofert zauważył spadek cen tych mieszkań o 12,3% w drugiej połowie roku), doliczył do tego rabat możliwy do uzyskania (-8%) oraz dodatkowy rabat (-3%). W efekcie, otrzymany został łączny spadek cen mieszkań od szczytów w wysokości 23,3% (zgodnie z naszą metodologią spadek ten sięga około 1%). Przy zastosowaniu naszej metodologii, prognoza RedNet Consulting zakłada spadek cen mieszkań o 22,3%. Z punktu widzenia zastosowanej przez nas metodologii, spadki średnich cen ofertowych będą się dokonywały przez 2 lata (15% w 2009 roku i 15% w 2010 roku). Spadek cen transakcyjnych zaś dokonał się w części już w 2008 roku, będzie miał też miejsce w roku 2009. Ceny transakcyjne dotyczą wybranych nieruchomości, które są sprzedawane z dużym dyskontem. Średnie ceny ofertowe zaś to pochodna publikowanych ofert. W efekcie, na średnią cenę mają wpływ tak lokale wystawione znacznie wcześniej, jak i lokale z zawyżoną wyceną, które nie znajdują nabywcy. W 2010 roku najprawdopodobniej spadek cen transakcyjnych (czyli tych mieszkań, które się sprzedają) będzie już prawdopodobnie za nami, będą zaś spadały średnie ceny ofertowe (nazwalibyśmy to efektem urealniania tych cen).

Prognoza spadku cen mieszkań o 30%: uzasadnienie

Sądzymy, że spadek cen nieruchomości wyniesie 30%, gdyż takiego spadku wymaga osiągnięcie parytetu siły nabywczej z 2005 roku (stosunek średniego miesięcznego wynagrodzenia do ceny m² mieszkania). Historia pokazuje, że spadek nieruchomości bardzo rzadko przekracza 15-20% rocznie. Związane jest to z charakterem nieruchomości jako aktywów (skomplikowany i długotrwały proces wyceny i sprzedaży, niska płynność, długoterminowy charakter transakcji nabycia). Sądzymy, że ceny mieszkań nie spadną o więcej niż 30% także ze względu na oczekiwaną poprawę sytuacji gospodarczej i likwidację nadpodaży gotowych mieszkań pod koniec 2010 roku. Nie wierzymy w długoterminowe zatrzymanie akcji kredytowej. Uważamy, że stadium równowagi ukształtuje się dla odsetku

transakcji finansowanych długiem w wysokości 60% (stan z 2005 roku ; 2004: 45% ; 2007: 85%). Spadek cen mieszkań do poziomu implikowanego siłą nabywczą oznacza powrót do sytuacji sprzed boomu na rynku nieruchomości. Przewidujemy, że spadki cen mieszkań mogą być większe w segmencie o podwyższonym standardzie (nadpodaż mieszkań) oraz w dzielnicach charakteryzujących się szeroką ofertą deweloperów (Warszawa: Białołęka, Wilanów ; Wrocław: Krzyki ; ryzyko konkurencji cenowej).

Prognoza ofertowych cen mieszkań z rynku wtórnego, 2004-2010P (PLN/m²)

Miasto	2004	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P	Spadek ceny 2008 / 2010
Katowice	-	-	3 912	6 267	6 338	5 489	4 640	-27%
Kraków	3 403	4 229	7 201	7 516	7 777	6 757	5 738	-26%
Łódź	-	-	4 436	6 293	6 095	5 193	4 290	-30%
Poznań	-	3 372	4 356	7 531	7 978	6 263	4 547	-43%
Gdańsk	2 945	3 477	5 851	7 073	6 429	5 552	4 675	-27%
Warszawa	4 341	4 879	7 354	8 659	9 380	7 924	6 467	-31%
Wrocław	3 003	3 813	6 648	7 386	8 143	6 634	5 126	-37%
Szczecin	-	-	-	-	5 981	5 265	4 549	-24%

Źródło: DI BRE Banku S.A., redNet Consulting

Stosunek cen ofertowych mieszkań do średnich wynagrodzeń *, 2004-2010P

Miasto	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P
Katowice	-	0,90	0,59	0,65	0,77	0,85
Kraków	0,61	0,38	0,40	0,42	0,53	0,61
Łódź	-	0,56	0,43	0,49	0,62	0,72
Poznań	0,81	0,66	0,42	0,43	0,63	0,81
Gdańsk	0,87	0,54	0,49	0,59	0,75	0,87
Warszawa	0,74	0,52	0,47	0,48	0,63	0,74
Wrocław	0,69	0,42	0,41	0,41	0,56	0,69
Szczecin	-	-	-	0,55	0,67	0,76

Źródło: DI BRE Banku S.A., redNet Consulting, GUS, BRE Bank S.A. prognoza dynamiki wynagrodzeń: 3,3% w 2009 roku, 3,0% w 2010 roku,

* Iloraz średniej ceny za 1 m² na koniec roku i średniego miesięcznego wynagrodzenia

Prognoza na rok 2010 i 2011

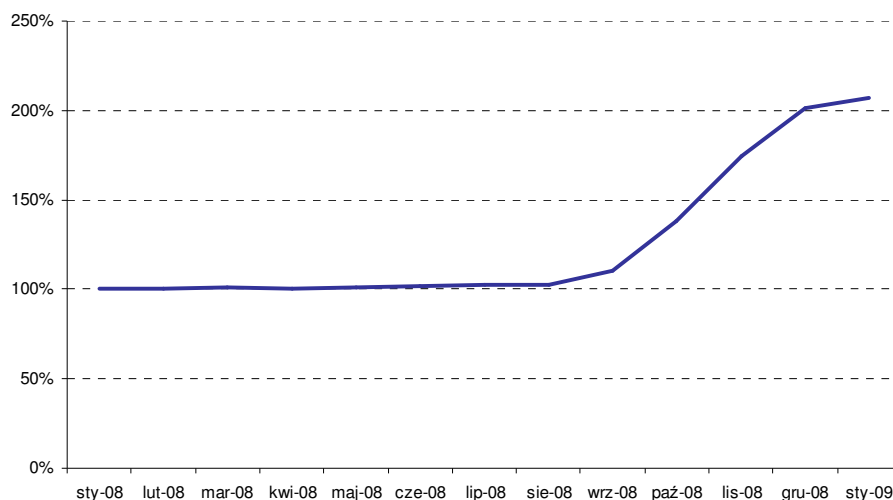
Przewidujemy, że nadpodaż gotowych mieszkań zniknie z rynku na przełomie 2010 i 2011 roku. To, czy mieszkań z rynku pierwotnego zabraknie w 2011 roku, zależy od decyzji deweloperów dotyczących budowy nowych obiektów, które podejmowane będą pod koniec 2009 roku i w roku 2010 (decyzje będą warunkowane sytuacją na rynku kredytowym i w gospodarce). Zakładając, że w 2010 roku rozpoczęłyby się budowa zaledwie połowy ilości mieszkań rozpoczętych w 2007 roku, rynkowi w połowie roku 2011 grozi wyczerpanie podaży gotowych lokali. Teoretycznie mogłoby to doprowadzić do ponownego wzrostu cen mieszkań, naszym zdaniem jest jednak za wcześnie, aby zakładać taki scenariusz (jego realizacja bezpośrednio zależy od decyzji inwestycyjnych deweloperów podejmowanych w 2010 roku). Długoterminowo perspektywy branży deweloperskiej są naszym zdaniem dobre. Przyznajemy, że w Polsce występuje problem deficytu lokali, przy tym mówienie, że wynosi on 1,5 mln sztuk jest naszym zdaniem ogromnym uproszczeniem. W 2007 roku średnia liczba osób przypadających na mieszkanie w miastach wynosiła 2,67 (Warszawa: 2,19, Kraków: 2,48, Wrocław: 2,49,...). Liczba osób na jeden lokal na wsiach była znacznie wyższa i wynosiła 3,48. Sądzimy, że wynika to z tradycyjnej struktury wiejskich gospodarstw domowych (gospodarstwa wielopokoleniowe). W efekcie, deficyt ma naszym zdaniem charakter urbanizacyjny. Nie spodziewamy się, że zniknie on w ciągu 5-10 lat, przewidujemy raczej, że zajmie to około 30-40 lat.

Scenariusz inflacyjny na rok 2011?

Sądzimy, że jednym z najbardziej korzystnych scenariuszy dla branży deweloperskiej jest scenariusz inflacyjny, który mógłby zrealizować się w momencie wychodzenia gospodarki z kryzysu. Możliwe, że środki zastosowane przez banki centralne USA i UE w celu walki z deflacją oraz skutkami kryzysu finansowego okażą się nadmierne, w efekcie, wskutek poprawy sytuacji gospodarczej dojdzie do znacznego wzrostu inflacji. Wzrost bazy monetarnej w USA w 2008 roku nie ma precedensu w najnowszej historii gospodarczej tego kraju. Inflacja zawsze jest najbardziej korzystna dla branż o stałych kosztach wytworzenia i zmiennej cenie sprzedaży. Do takich branż zaliczają się deweloperzy (grunt kupiony przed rozpoczęciem projektu, usługa budowlana zakontraktowana najczęściej po stałej cenie, sprzedaż lokali

możliwa w zasadzie w każdym momencie między rozpoczęciem a zakończeniem budowy). Wzrost cen w gospodarce mógłby w większym stopniu przełożyć się na wzrost wartości banku ziemi, niż na wzrost cen mieszkań (który pewnie byłby porównywalny do inflacji). Pomijając efekt psychologiczny (zwrot ku aktywom takim jak złoto, grunty, nieruchomości), ceny gruntów charakteryzują się dużą dźwignią operacyjną (efekt ten będzie omówiony w dalszej części raportu).

Baza monetarna w USA, styczeń 2008 – styczeń 2009



Źródło: Bloomberg; styczeń 2008 = 100%

Metodologia wyceny działalności deweloperskiej

Dotychczasowa metodologia wyceny

Model DCF

Model DCF jest powszechnie stosowany w wycenach spółek z większości branż. Nie jest jednak naszym zdaniem odpowiedni do wyceny działalności deweloperskiej. Uważamy, że działalność deweloperska powinna być postrzegana jako działalność inwestycyjna, nie produkcyjna (powtarzalna). Nie jest właściwa naszym zdaniem wycena firmy inwestycyjnej, w oparciu o przyszłe prognozowane stopy zwrotu z inwestycji. Firmy inwestycyjne bądź udziały w nich, w tym udziały w funduszach inwestycyjnych kupuje się po cenie będącej wartością aktywów na dany dzień.

Analiza porównawcza

Metoda porównawcza jest drugą powszechnie stosowaną metodą w wycenach giełdowych. Plusem metody jest to, że efekt jej zastosowania pozostaje w dużym stopniu niezależny od długoterminowych prognoz analityka. Uważamy, że metoda ta może być stosowana do wyceny firm deweloperskich, należy jednak wybrać właściwe wskaźniki. Z uwagi na zmianę standardów księgowych na MSR 18, wskaźnik P/E i EV/EBITDA nie nadaje się naszym zdaniem do porównań (rachunek zysków i strat nabiera w zasadzie jedynie znaczenia historycznego). Jedynymi cennymi informacjami pozostaje poziom kosztów stałych oraz zdarzenia jednorazowe (odpisy wartości aktywów). W efekcie, wskaźniki P/E i EV/EBITDA za rok 2009 będą nieproporcjonalnie niskie na tle innych branż (skutek realizacji bardzo wysokich marż na projektach przed sprzedanych głównie w roku 2007). Dodatkowo, sądzymy, że wartość wskaźników, nawet w dobrej koniunkturze rynkowej, jest zaburzona przez wahania w ilość oddawanych w poszczególnych latach mieszkań. Znacznie bardziej zasadne jest naszym zdaniem podejście zwracające uwagę na wartość aktywów, przy tym wskaźnik P/BV nie jest naszym zdaniem najlepszym wyborem. Z uwagi na znaczne zakupy gruntów poczynione na szczycie koniunktury, nie ma pewności, czy historyczna wycena banku ziemi znajdującego się na bilansie odpowiada jego wartości rynkowej. W efekcie, nie stosujemy w porównaniach wskaźnika P/BV, wykorzystujemy zaś wskaźniki P/NAV (cena / wartość aktywów netto) oraz P/LV (cena / wartość likwidacyjną majątku). Zastosowane przez nas metody kalkulacji wartości aktywów netto i wartości likwidacyjnej omawiamy poniżej.

Zastosowana metodologia wyceny

Metoda kalkulacji wartości likwidacyjnej

Metoda kalkulacji wartości likwidacyjnej jest naszym zdaniem najbardziej konserwatywnym podejściem do wyceny deweloperów. Stosowanie tej metody jest uzasadnione przy zagrożeniu płynności spółki, co naszym zdaniem nie ma miejsca, w efekcie metodzie przyznajemy jedynie 10% wagi w kalkulacji wycen. W ramach metody obliczamy wartość likwidacyjną gruntów (metoda zostanie przedstawiona w kolejnej części raportu) oraz projektów w toku. W przypadku wyceny projektów w toku przyjmujemy założenie, że kupujący projekt w toku liczy na uzyskanie marży wyższej niż 20%, zaś wartość odtworzeniowa obiektu jest niższa niż księgową ze względu na spadek cen wykonawstwa. W efekcie, zakładamy 10% dyskonta do wartości bilansowej zapasów.

Metoda wyceny wartości aktywów netto

W ramach wyceny wartości aktywów netto kalkulujemy wycenę gruntów na zasadzie wartości likwidacyjnej, bieżące projekty zaś wyceniamy na podstawie modelu DCF. Metoda nie uwzględnia planowanych projektów deweloperskich, których rozpoczęcie jest wysoce niepewne ze względu na sytuację rynku nieruchomości i rynku kredytowym. Nie bierzemy nawet pod uwagę projektów, których rozpoczęcie mogłoby się rozpocząć w najbliższych miesiącach (w efekcie, wycena jest bardziej konserwatywna, bo bierze jedynie pod uwagę wartość gruntów pod planowane inwestycje). Waga metody w wycenie to 90%.

Komentarz do prognoz wyników finansowych

Podkreślamy, że nasze prognozy opierają się jedynie o portfel bieżących projektów i nie zakładają kontynuacji działalności (wycena bieżących projektów modelem DCF i gruntów metodą wartości likwidacyjnej). Stąd, prognoza na rok 2009 może być rozpatrywana jako realna, prognoza na rok 2010, pod warunkiem, że spółka nie rozpocznie nowych projektów deweloperskich. Prognoza na rok 2011 i 2012 zakłada w zasadzie zakończenie projektów w toku i wygaszenie działalności. Prognozy na te lata będą korygowane, wraz z rozwojem sytuacji na rynku i realizacją przez deweloperów zamierzeń inwestycyjnych.

Metodologia wyceny gruntów

Wycena gruntów metodą wartości likwidacyjnej

Cena gruntu deweloperskiego determinowana jest bezpośrednio przez potencjalny zysk na inwestycji deweloperskiej, która mogłaby na nim powstać. Punktem wyjścia do kalkulacji wartości likwidacyjnej gruntu jest założenie prognozowanej ceny lokali, które mogłyby na nim powstać (nasza prognoza zakłada spadek cen mieszkań o 30%). Deweloper, podejmując się inwestycji, przyjmuje docelową rentowność (zakładamy 20% brutto). Jednocześnie, należy poczynić założenia w zakresie wyceny prac budowlanych (zakładamy spadek kosztu budowy o 10-15%, w zależności od standardu i lokalizacji). Kolejnym kosztem, który deweloper kalkuluje w rentowności projektu jest koszt finansowania. Zakładamy, że średnioroczny koszt kapitału w trakcie trwania budowy wynosi 9%, projekt jest finansowany w połowie kredytem, zaś budowa trwa przez półtora roku. Przy przyjęciu wszystkich powyższych założeń można dokonać kalkulacji ceny gruntu. Przykład:

Cena lokalu = 5700 PLN / PUM
Koszt usługi budowlanej = 3500 PLN / PUM
Docelowa marża dewelopera = 20%
Koszt finansowania = 9% rocznie
Długość finansowania = 1,5 roku

Wycena 1 PUM gruntu = 674 PLN = [(Cena lokalu) / ((1+marża) * (1+koszt finansowania)^(długość finansowania))] – Koszt usługi budowlanej

Symulacja wartości hipotetycznego gruntu w zależności od czynników

		koszt budowy 1 m ²					
		2,5%	0,0%	-2,5%	-5,0%	-7,5%	-10,0%
cena 1 m ²	10%	1004	1091	1179	1266	1354	1441
	5%	795	883	970	1058	1145	1233
	0%	587	674	762	849	937	1024
	-5%	378	465	553	640	728	815
	-10%	169	257	344	432	519	607

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Dźwignia operacyjna w wycenach gruntów

Cena gruntu charakteryzuje się dużą dźwignią operacyjną, w zależności od cen sprzedaży mieszkań i cen usługi budowlanej. Jak pokazuje powyższa analiza, spadek cen mieszkań o dodatkowe 10% powoduje przy niezmiennym koszcie usługi budowlanej spadek wyceny gruntu o 62%. Jednocześnie, spadek ceny usługi budowlanej powoduje wzrost wyceny gruntu o 26%. Generalnie, sądzymy, że scenariusze spadku ceny budowy i spadku ceny mieszkań są wzajemnie skorelowane. Pomimo tego, sądzymy, że dobra sytuacja budownictwa infrastrukturalnego oraz wysoki kurs EUR/PLN mogą przemawiać na korzyść przypuszczenia, że spadki cen mieszkań będą w większym stopniu negatywnie wpływać na cenę gruntów, niż wyniesie pozytywny wpływ spadku cen usług budowlanych. Nasze obserwacje dotyczące dźwigni operacyjnej występującej w cenach gruntów są potwierdzone zachowaniem się cen na rynkach zachodnich, gdzie kryzys na rynkach nieruchomości dotarł znacznie wcześniej. Zgodnie z wynikami badań firmy Savills, spadek cen nieruchomości o 15% w Wielkiej Brytanii w 2008 roku pociągnął za sobą spadek cen gruntów deweloperskich aż o 49%, w kryzysie na rynku na początku lat 90-ych zaś ceny gruntów spadły aż o 60%.

Wnioski z wyceny działalności deweloperskiej

Wycena projektów deweloperskich w toku

Prognoza wyników przedprzedaży deweloperów

Przewidujemy, że ilość wycofań w Dom Development będzie ograniczona, co związane jest z charakterem umów przedwstępnych (płatność wraz z postępem prac). Wyniki przedprzedaży będą słabe na początku roku, w kolejnych kwartałach zaś poprawią się, na co wpływ będzie miało między innymi zakończenie części projektów. W przypadku Polnordu wynik przedprzedaży będzie w 35% zawdzięczany 2 projektom rosyjskim (Leżena I i Leżena II). Na rynku rosyjskim przedprzedaż realizowana jest generalnie na późnym etapie budowy, podpisywanie umów przedwstępnych nie ma zaś większego sensu (prawo zabrania stosowania kar w przypadku wycofania się klienta). Leżena I ma zostać zakończona w Q2 2009, Leżena II zaś w Q3/Q4 2009. Zakładamy, że zarząd będzie skłonny obniżyć ceny i sprzedawać gotowe mieszkania (nasza prognoza sprzedaży lokali z projektów jest i tak znacznie bardziej konserwatywna niż oczekiwania zarządu). Spodziewamy się wycofań w przypadku projektów na warszawskim Wilanowie (spółka stosowała system sprzedaży 10/90). W przypadku J.W. Construction spodziewamy się znacznej liczby wycofań w momencie oddawania projektów. Nie przewidujemy jednocześnie, aby spółka prowadziła agresywną politykę cenową w celu poprawy wyników sprzedażowych (cel: najpierw oddać obiekt, dopiero potem sprzedawać po niższej cenie). Przewidujemy, że duże wycofania na projekcie Zielona Dolina, na którym prace się jeszcze nie rozpoczęły, będą kontynuowane do połowy roku (klienci od dwóch lat czekają na rozpoczęcie budowy).

Prognozowane wyniki przedprzedaży netto (po uwzględnieniu wycofań)

Rok	Dom Development	J.W. Construction	Polnord
Rok 2009	434	-1	253
Rok 2010	783	1107	284

Źródło: DI BRE Banku S.A.; Polnord – dane ważone udziałem spółki w projekcie

Prognozowane marże deweloperów

W prognozie wyników przedprzedaży i faktycznej sprzedaży notarialnej mieszkań przyjęliśmy scenariusz spadku cen mieszkań średnio o 15% w 2009 roku i o 15% w 2010 roku. Mniejsze spadki założyliśmy w przypadku projektów: o cenie niższej niż porównywalnych projektów; w toku (rabaty dopiero po oddaniu obiektu i przekazaniu mieszkań przedprzeczanych po wyższej cenie) o standardzie popularnym. Wyższe spadki cen założyliśmy w przypadku projektów o lokalizacji i standardzie nie przystającym do ceny sprzedaży. Z uwagi na zmianę standardu księgowania przychodów i kosztów na MSR 18, sprawozdanie finansowe nabiera głównie znaczenia historycznego. W efekcie, wynik wykazany w 2009 roku to efekt transakcji przedprzedaży zawartych w dużej mierze w 2007 i 2008 roku, kiedy koniunktura na rynku była dobra. W dodatku, mieszkania oddawane w 2009 roku często budowane były na tanich gruntach, zaś usługa budowlana nie była jeszcze najdroższa. Skutkiem niskich kosztów i wysokiej ceny sprzedaży są wysokie marże. Wyniki 2009 nie mają żadnej wartości prognostycznej z punktu widzenia wyników przyszłych. W prognozowanych wynikach 2010 roku można dostrzec większe różnicowanie. Najwyższą marżę prognozujemy w przypadku J.W. Construction, co uzasadniamy posiadaniem własnej spółki budowlanej (możliwość redukcji kosztów budowy wraz z postępem prac). Stosunkowo niższe są marże Polnordu. Spółka jest również w stanie generować ograniczone oszczędności kosztowe (projekty na Wilanowie prowadzone są w systemie generalnego realizatorstwa przez inżynierów Polnordu).

W dodatku, pierwotnie założone marże były wysokie. Stosunkowo najniższe są prognozowane marże Dom Development (brak znaczącej możliwości redukcji kosztów, założone duże obniżki cen w przypadku wybranych projektów). Na wysokość marży brutto ze sprzedaży J.W. Construction wpływa także stosunkowo wysoki, sięgający 76% odsetek przedsprzedaży (mieszkania przedsprzedane będą sprzedawane notarialnie po wyższych cenach niż mieszkania niesprzedane do tej pory z uwagi na karę w wysokości 5-10% wartości transakcji przy wycofaniu się). Dla Dom Development, odsetek mieszkań przedsprzedanych sięga 38% (z wyłączeniem „resztówek” ze starych projektów), zaś w przypadku Polnordu – 44%.

Prognozowane marże spółek deweloperskich

Marża	Dom Development	J.W. Construction	Polnord
rok 2008			
Marża brutto ze sprzedaży	38,5%	28,8%	42,7%
Marża EBIT	23,7%	18,6%	31,2%
Marża zysku netto	19,6%	13,5%	23,1%
rok 2009			
Marża brutto ze sprzedaży	30,7%	28,4%	41,7%
Marża EBIT	19,8%	22,0%	29,7%
Marża zysku netto	17,6%	18,1%	25,5%
rok 2010			
Marża brutto ze sprzedaży	12,7%	20,8%	16,6%
Marża EBIT	5,7%	14,9%	6,4%
Marża zysku netto	9,0%	15,0%	11,9%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena projektów w toku (mln PLN)

	Dom Development	J.W. Construction	Polnord
Wycena projektów w toku	450,0	868,8	481,8

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena banku ziemi

Skutki użycia metody wartości likwidacyjnej do wyceny gruntów deweloperów

Zastosowanie przedstawionych w opisie metodologii wyceny gruntów założeń skutkuje koniecznością przeszacowania w dół wartości banku ziemi deweloperów. Największe dyskonto otrzymaliśmy w przypadku wyceny banku ziemi Dom Development, najmniejsze zaś w przypadku wyceny gruntów Polnordu. Z punktu widzenia wyceny, największy wpływ wartości gruntów ma na cenę akcji Polnordu, najmniejszy zaś na cenę akcji J. W. Construction. Z uwagi na przedstawioną w opisie metodologii wyceny dźwigni operacyjnej, która występuje w przypadku ceny gruntów (grunt jest wart tylko tyle, ile deweloper jest skłonny za niego zapłacić, w oparciu o sformułowany biznesplan), postrzegamy duży udział gruntów w wycenie jako istotny czynnik ryzyka. Równocześnie, w środowisku inflacyjnym, duży udział gruntów w wycenie spółki jest dużą szansą na wzrost wartości. Źródłem dużego dyskonta do wartości księgowej gruntów Dom Development są dokonywane zakupy po wysokiej cenie. Znaczne dyskonto stosujemy też w przypadku J.W. Construction (z dużą rezerwą postrzegamy szansę na zastosowanie w działalności deweloperskiej gruntów Porta Transport oraz działek w Ożarowie). Dyskonto jest najmniejsze w przypadku Polnordu, co uzasadniamy korzystną ceną nabycia gruntów. Do tego, około 20% gruntów będących w posiadaniu Polnordu przeznaczonych pod budowę dróg, wycenionych jest w księgach spółki z wartością = 0. Działki przeznaczone są do sprzedaży władzom Warszawy. Przychód ze sprzedaży będzie równocześnie zyskiem, gdyż koszty są zerowe. Nie jesteśmy w stanie przewidzieć, kiedy będą dokonane transakcje, w związku z tym nie uwzględniamy ich w prognozie wyników, natomiast bierzemy je pod uwagę w wycenie banku ziemi.

Podsumowanie wyceny banku ziemi

	Dom Development	J.W. Construction	Polnord
Dyskonto do wartości księgowej	-43,0%	-48,2%	20,9%
Udział gruntów w wycenie	45,9%	26,7%	59,1%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Komentarz do wyceny gruntów

Wyceny przez nas dokonane zakładają duże dyskonta do wartości księgowej. Należy pamiętać, że wartość księgowa powstała na bazie cen nabycia, zaś nabycie miało miejsce często na szczycie dobrej koniunktury. Ponownie przytaczamy wyniki badań firmy Savills (spadek cen nieruchomości o 15% w Wielkiej Brytanii w 2008 roku pociągnął za sobą spadek cen gruntów deweloperskich aż o 49%). Zgodnie z zaproponowanym przez nas modelem wyceny wskaźniki P/BV nie powinny być stosowane, gdyż lepiej wartość majątku po wycenie oddają wskaźniki P/NAV oraz P/LV. Pierwsze odpisy wartości gruntów pojawiły się już w Q4 2008 w Dom Development. Spółka odpisała grunty o wartości 7,4 mln PLN (część ceny nabycia działki we Wrocławiu oraz dwóch działek pod projekty domów w Warszawie). Warto pamiętać, że dokonana przez nas wycena gruntów zawsze będzie niższa niż dokonywana przez spółkę w ramach odpisów wartości. Zakładamy, że osoba nabywająca działkę przyjmuje docelową rentowność na nowym projekcie w wysokości 20%, podczas gdy polityka księgowa wymaga, aby odpis był dokonany dopiero wtedy, gdy przewidywana rentowność projektu spadnie poniżej zera. W dodatku, przypuszczamy, że oczekiwania co do zmian cen formułowane przez deweloperów mogą być bardziej optymistyczne niż nasze.

Symulacja wartości hipotetycznego gruntu w zależności od czynników

cena 1 m ²	Docelowa marża projektu		
	0,0% (wycena wg. wymagań MSR)	10,0%	20,0% (wycena wg. DI BRE)
	10%	2010	1509
5%	1759	1281	883
0%	1509	1053	674
-5%	1258	826	465
-10%	1008	598	257

Źródło: DI BRE Banku S.A.; w stosunku do poprzedniej symulacji poprzednie parametry nie uległy zmianie

Deweloperzy, porównanie banków ziemi: lokalizacje

Miasto	Dzielnica/lokalizacja	Dom Development	J.W. Construction	Polnord
Warszawa	Białotańka	42,3%	16,1%	
Warszawa	Praga Płd, Płn., Goław	49,4%		
Warszawa	Wilanów			70,7%
Warszawa	Śródmieście	2,9%		
Wrocław	Krzyki	5,5%		
Warszawa	Konstancin, Powsin		1,0%	4,6%
Sopot	Centrum		0,3%	7,2%
Katowice	-		2,8%	
Łódź	Centrum		3,4%	8,2%
Łeba	-		3,3%	
Krynica	-		2,4%	
Głogoczków, Ożarów, Szczecin	Lokalizacje peryferyjne		54,2%	
Złote Piaski, Bułgaria	-		2,0%	
Soczi, Rosja	-		9,4%	
Kołomna, Rosja	-		4,9%	
Trójmiasto	Różne			1,3%
Olsztyn	Podmiejska			0,4%
Szczecin	-			3,2%
Wrocław	Różne			4,4%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Dom Development, J.W. Construction, Polnord

Deweloperzy, porównanie banków ziemi: wycena księgowa 1 PUM

	Dom Development	J.W. Construction	Polnord
Wartość księgowa gruntów	578 *	210	934
Ilość tys. PUM w pipeline	454	900	881
Wycena 1 PUM (PLN)	1273	233	1060

Źródło: DI BRE Banku S.A., Dom Development, J.W. Construction, Polnord ; ilość PUM Polnordu skorygowana o obiekty w budowie ; * wartość 669,4 mln PLN ujawniona w prezentacji inwestorskiej uwzględnia ziemię (578 mln PLN) oraz inne prace: projektowe, budowa infrastruktury, rozbiórki, wycinki drzew,... (91,4 mln PLN)

Deweloperzy, porównanie wskaźników P/NAV '09, P/LV '09, P/BV '09

	Dom Development	J.W. Construction	Polnord
P/NAV	1,03	0,56	0,72
P/LV	1,30	0,86	0,79
P/BV	0,63	0,41	0,42

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Inne aspekty wyceny

Koszty działalności operacyjnej

Ze względu na lata prosperity na rynku deweloperskim, koszty działalności firm są bardzo duże, wynagrodzenia zaś bardzo wysokie, relatywnie do innych branż. Relatywnie do skali działalności, koszty zarządu i sprzedaży są najwyższe w Polnordzie i Dom Development. Uważamy, że deweloperzy w najbliższym roku będą dokonywać istotnych redukcji kosztów administracji i zarządu. Największe pole do redukcji kosztów dostrzegamy w Dom Development (firma zwolniła 40 osób, czyli 23% zatrudnionych, uzyskując w ten sposób oszczędności na poziomie 5,5 mln PLN rocznie). Przewidujemy, że Dom Development w 2009 roku zredukuje koszty zarządu i sprzedaży o 30% r/r. Będzie to efekt nie tylko zwolnień, ale m.in. braku wypłaty premii. W Polnordzie przewidujemy redukcję kosztów zarządu o 25%, w J.W. Construction zaś zaledwie o 10% (spółka na razie deklaruje utrzymanie potencjału w ramach zależnych spółek poza deweloperskich). Poniżej przedstawiamy koszty zarządu i administracji w poszczególnych firmach. Zaznaczamy, że jednym z powodów różnic może być przyjęta polityka księgową.

Porównanie koszty zarządu i sprzedaży

	Dom Development	J.W. Construction	Polnord
Koszty zarządu i sprzedaży 2008	91,9	57,4	60,0
Koszty zarządu i sprzedaży 2009P	64,3	48,8	45,0
Przychody 2008	698,2	741,0	391,1
Przychody 2009	605,5	813,7	381,5
Koszty/przychody 2008	13,2%	7,7%	15,3%
Koszty/przychody 2009	10,6%	6,0%	11,8%
Ilość tys. PUM w ofercie	268,7	387,7	132,6
Ilość PUM w budowie / koszty 2008	34,2%	14,8%	45,2%
Ilość PUM w budowie / koszty 2009P	23,9%	12,6%	33,9%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Dom Development, J.W. Construction, Polnord

Wpływ własnego wykonawstwa na wyniki deweloperów

Niektóre spółki deweloperskie dysponują własnym wykonawstwem, niektóre zaś korzystają z wykonawstwa zewnętrznego. Na przeciwnym biegunie znajduje się J.W. Construction oraz Dom Development. J.W. Construction dysponuje własną spółką budowlaną, zatrudniającą około 600 pracowników, z tego 300 osób to pracownicy fizyczni. Dodatkowo, J.W. współpracuje z szeregiem małych firm podwykonawczych. Firma prowadzi prace budowlane na własnych projektach na terenie Warszawy. W tym roku firma budowlana wybuduje około 100 tys. PUM mieszkań, w efekcie jej przychody na poziomie jednostkowym mogą wynieść około 400 mln PLN. J.W. Construction dysponuje też produkcją prefabrykatów budowlanych (ściany prefabrykowane, powstają w halach w Teresinie – 50 km od Warszawy i w Tłuszczu – 30 km od Warszawy) oraz zakładami produkującymi inne elementy wykończeniowe (m.in. okna). Spółka posiada własne środki transportu oraz sprzęt budowlany (na przykład żurawie), a także zaplecze projektowe. Łącznie, w części produkcyjnej pracują 154 osoby.

Polnord część projektów realizuje w systemie generalnego realizatorstwa (projekty Ostoja na Wilanowie, Kryształ Wilanowa, City Park w Łodzi). System przyjęty przez spółkę w zasadzie polega na zarządzaniu projektem przez inżynierów Polnordu (osoby pozostałe w spółce po sprzedaży części budowlanej Pol-Aqua). Pozostałe projekty realizowane są na zasadzie generalnego wykonawstwa zlecanego firmom zewnętrznym.

Dom Development w ogóle nie posiada własnego wykonawstwa, na wszystkich projektach korzysta z usług zewnętrznych spółek budowlanych.

Wpływ własnego wykonawstwa na wyniki oraz jego wycena

Naszym zdaniem własne wykonawstwo ma swoje wady i zalety. Posiadanie go znacznie pomaga w momentach dużego popytu na usługi budowlane (rosnące ceny wykonawstwa zewnętrznego), lecz także w scenariuszu deflacji na rynku budowlanym (możliwość redukcji kosztów wykonawstwa na bieżąco). Własne wykonawstwo jest zaś dużym obciążeniem w momencie wstrzymania własnych inwestycji deweloperskich. Sądzymy, że w 2009 roku J.W. Construction będzie korzystało z posiadania własnej spółki budowlanej (oszczędności kosztów na realizowanych pracach), w 2010 roku zaś spółka budowlana może mieć problemy ze znalezieniem zleceń zewnętrznych. Zwracamy uwagę, że spółka J.W. Construction w zasadzie nigdy nie realizowała zleceń zewnętrznych, może więc nie posiadać niezbędnego do radzenia sobie w trudnej sytuacji rynkowej know-how. Podobnie sytuacja wygląda z zakładami produkcyjnymi (trudno założyć, że J.W. będzie zaopatrywało w materiały wykończeniowe innych deweloperów). W efekcie, sądzymy, że w firmach budowlanych i produkcyjnych J.W. konieczne będą zwolnienia. Nie zamierzamy uwzględniać w wycenie dewelopera spółki budowlanej i produkcyjnej, dopóki nie okaże się jasne, że są one w stanie skutecznie pozyskiwać zlecenia zewnętrzne. Podejście to naszym zdaniem jest konserwatywne. Zakładając, że spółka byłaby w stanie równie skutecznie realizować kontrakty zewnętrzne jak Erbud, czy Unibep, wycena implikowałaby wartość spółki budowlanej na poziomie 102,3 mln PLN.

Proponowany model wyceny działalności budowlanej J.W. Construction

	Erbud	Unibep	Działalność budowlana J.W. Construction
Przychody 2009	915,1	545,7	400,0
Kapitalizacja	281,6	134,7	
Kapitalizacja / przychody	0,31	0,25	
Średnia kapitalizacja / przychody			0,28
Implikowana wycena			110,9

Źródło: DI BRE Banku S.A. ; model będzie mógł zostać zastosowany, jeśli J.W. udowodni, że jest w stanie skutecznie pozyskiwać zlecenia zewnętrzne w zakresie działalności budowlanej i produkcyjnej

Do wyceny Polnordu również nie zaliczamy możliwych do zrealizowania przychodów i zysków z działalności w zakresie generalnego realizatorstwa (w zasadzie zarządzania projektami). Spółka faktycznie dysponuje inżynierami, prowadzącymi część projektów, poza tym jednak potencjał wykonawczy jest okrojony. Na korzyść Polnordu przemawia to, że inżynierowie spółki mają doświadczenie i referencje w zakresie prowadzenia innych prac budowlanych, nie koniecznie w segmencie mieszkaniowym.

Inne czynniki mające wpływ na decyzje inwestycyjne

Metody sprzedaży mieszkań

Deweloperzy stosują różne metody sprzedaży mieszkań. Najbardziej powszechnie stosowana jest metoda wpłat proporcjonalnych do prowadzonych prac oraz metoda 10/90 (najbardziej rozpowszechniona na rynku warszawskim). Poza tym, występują inne metody, jak na przykład 20/80, czy wpłata całości gotówki w trakcie budowy z możliwością uzyskania rabatu (rabat w dużej mierze uzasadniony jest kosztem pieniądza w czasie). Metoda sprzedaży 10/90 była w latach boomu mieszkaniowego ważnym czynnikiem gwarantującym wysoką przedsprzedaż (przez wielu klientów traktowana była jak rodzaj „opcji”, zabezpieczającej przed dalszym wzrostem cen mieszkań). W czasie dekonunktury transakcja w ramach systemu 10/90 charakteryzuje się znacznym ryzykiem wycofania klienta, w wypadku, gdy nie pozyska on finansowania. Poza tym, wycofanie jest możliwe w przypadku wszystkich umów, jeśli klient uzna, że jest w stanie nabyć porównywalne mieszkanie po cenie niższej o ponad 10% (wycofując się z umowy klient płaci 5-10% wartości umowy deweloperowi w formie kary). Najszerzej system 10/90 narażający na wycofania klientów w wyniku braku finansowania stosował J.W. Construction (około połowy podpisanych umów). Polnord stosował ten system w przypadku projektów na Wilanowie, podczas gdy Dom Development nie stosował go w ogóle. Przewidujemy, że wycofania klientów będą miały miejsce w J.W. Construction oraz w Polnordzie, w momencie oddawania do użytku inwestycji (brak pozyskanego przez klienta finansowania). Dom Development w zasadzie ten problem nie dotyczy.

Zadłużenie jako czynnik ryzyka?

Istotne zadłużenie może stanowić czynnik ryzyka, w przypadku zagrożenia spłat odsetek od kredytów bądź w przypadku niższej wartości firmy niż wartość zadłużenia. Takiego zagrożenia nie dostrzegamy w przypadku wycenianych deweloperów. Zadłużenie do NAV jest na porównywalnym poziomie w przypadku wszystkich trzech rozpatrywanych deweloperów. Z punktu widzenia struktury zadłużenia, jest ona najkorzystniejsza w Dom Development oraz

Polnordzie, najwięcej długu krótkoterminowego jest zaś w J.W. Construction. Naszym zdaniem dług ten nie stanowi jednak czynnika ryzyka, gdyż zostanie pokryty przewidywanymi wpływami ze sprzedaży przedsprzedanych mieszkań. Spadek zadłużenia zgodnie z prognozą powinien nastąpić w połowie 2009 roku. Dodatkowo, warto dodać, że 108 mln PLN z długu długoterminowego J.W. Construction to kredyty zaciągnięte w BGK przez spółkę zależną TBS Marki (w tym kredyty nawet do 2050 roku). Kredyty te naszym zdaniem są wyjątkowo bezpieczne (zabezpieczenie w postaci realnych aktywów zbudowanych na początku wieku, wpływy gotówkowe z wynajmu mieszkań).

Deweloperzy, zadłużenie, zadłużenie w relacji do NAV

	Dom Development	J.W. Construction	Polnord	Polnord: po reklasyfikacji *
Zadłużenie krótkoterminowe (mln PLN)	62,5	385,7	280,5	113,0
Zadłużenie długoterminowe (mln PLN)	433,3	250,5	337,1	504,6
NAV (mln PLN)	549,7	581,2	639,9	639,9
Dług / NAV	0,90	1,09	0,97	0,97
Dług krótkoterminowy / NAV	0,11	0,66	0,44	0,18
Dług netto (mln PLN)	272	600	596	596
Dług netto 2009P (mln PLN)	70	212	363	363

*Źródło: DI BRE Banku S.A., Dom Development, J.W. Construction, Polnord ; * Polnord, wyjaśnienie różnicy: 13,5 mln PLN: kredyt przedłużony do 30.09.2010, 40 mln PLN – aneks przesuwający spłatę, 75 mln PLN – przedstawione jako zobowiązanie krótkoterminowe w księgach Fadesa Polnord, ze względu na zapowiedź wcześniejszej spłaty, mimo, iż termin spłaty przypada na rok 2010, 36 mln PLN – pożyczki Fadesa Polnord od Martinsa Fadesa, zaklasyfikowane jako krótkoterminowe, pomimo przewidywanej spłaty na początku 2012 roku ; 2,5 mln PLN – zobowiązania z tyt. leasingów i odsetek od pożyczek*

Portfolio projektów w toku: standard

Przewidujemy, że w gorszej koniunkturze na rynku nieruchomości lepiej będą się sprzedawały mieszkania popularne, lecz efekt ten będzie z czasem wygasał. Przewidujemy, że obniżki cen będą większe w przypadku mieszkań o podwyższonym standardzie, co wpłynie na wzrost atrakcyjności tych lokali. Ważnym czynnikiem będzie objęcie projektów w stosunkowo atrakcyjnych lokalizacjach dopłatami do kredytów (program Rodzina na Swoim). Duże przeceny czekają naszym zdaniem projekty z założenia o wysokim standardzie, lecz o lokalizacji nie uzasadniającej tak wysokiej ceny. Ponadto, ważnym czynnikiem pozostaje wielkość mieszkań (mieszkania powyżej 70 metrów będą się sprzedawały słabo) oraz lokalizacja (efekt lokalizacji ujmujemy w wycenie i prognozach). Największą ekspozycją na segment popularny charakteryzuje się J.W. Construction, a następnie Dom Development.

Oferta deweloperów, mieszkania do nabycia: standard

Standard	Dom Development	J.W. Construction	Polnord
Popularny	62,9%	81,5%	33,2%
Podwyższony	7,2%	18,5%	50,8%
Wysoki	29,9%	0,0%	0,0%
Obiekt komercyjny	0,0%	0,0%	16,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Dom Development, J.W. Construction, Polnord ; Polnord – dane ważone udziałem spółki w projekcie deweloperskim

Portfolio projektów w toku: rynki regionalne

Zgodnie z naszą prognozą osiągnięcia parytetu siły nabywczej kupujących mieszkania z 2005 roku, największe obniżki cen lokali będą miały miejsce na rynku poznańskim i wrocławskim. Sądzymy, że generalnie obniżki we wszystkich dużych miastach będą znaczące i wyniosą średnio 30%. Największe ryzyko nadpodaży projektów deweloperskich dostrzegamy na rynku warszawskim, wrocławskim, krakowskim oraz łódzkim. Dwuznacznie postrzegamy rynek rosyjski. Z jednej strony, wzrost cen nieruchomości w Rosji był bezprecedensowy, zaś siła nabywcza społeczeństwa stała się bardzo niska. Z drugiej strony zaś rynek ten funkcjonował w zasadzie bez kredytu, co zbliża go w charakterystyce do rynku polskiego z początku wieku. Przewidujemy, że realne spadki cen mieszkań będą w Rosji podobne jak w Polsce, nominalnie zaś niższe ze względu na wyższą niż w Polsce inflację. Istotną ekspozycją na rynek rosyjski posiada w zasadzie jedynie Polnord. Z uwagi jednak na fakt, że większość wartości Polnordu skoncentrowane jest w gruntach, brak ujęcia w prognozach marż projektów rosyjskich skutkowało spadkiem wartości spółki o 3,1% (kalkulacje DI BRE).

Oferta deweloperów, mieszkania do nabycia: lokalizacja

Rynki	Dom Development	J.W. Construction	Polnord
Warszawa	100,0%	63,0%	39,5%
Trójmiasto		4,2%	21,2%
Ożarów Mazowiecki		24,2%	
Łódź		4,5%	9,7%
Kołomna, Rosja		4,1%	
Olsztyn			8,6%
Nowosybirsk, Rosja			6,8%
Saratow, Rosja			14,2%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Dom Development, J.W. Construction, Polnord ; Polnord – dane ważone udziałem spółki w projekcie deweloperskim

Projekty komercyjne

Jedyną spółką oferującą na chwilę bieżącą ekspozycje na segment komercyjny jest Polnord. Wraz z partnerami, Polnord buduje z przeznaczeniem na odsprzedaż obiekty biurowe i komercyjne w Saratowie i Nowosybirsku. W 2010 roku ma powstać centrum biznesu w Saratowie (udział Polnordu: 38%, albo 9272 PUM) i kompleks handlowo-biurowy w Nowosybirsku (udział Polnordu: 40%, albo 5600 PUM). Jeszcze w tym roku ma zostać zbudowany biurowiec w Nowosybirsku (udział Polnordu: 50%, albo 5949 PUM). Sądzymy, że realizacja projektów komercyjnych na rynku rosyjskim jako czynnik ryzyka ma ograniczone znaczenie dla wyceny Polnordu. Brak uwzględnienia marż z projektów implikuje spadek wyceny spółki o 2,3%.

Projekty realizowane w ramach joint-venture

Polnord wiele projektów realizuje w ramach joint-venture. Udział spółki w inwestycji generalnie waha się pomiędzy 25 a 100%. Uwagę zwraca współpraca z hiszpańskim deweloperem Martinsa Fadesa w zakresie obiektów powstających na Wilanowie (projekty Ostoja I-V). Również na rynku rosyjskim spółka działa wraz z partnerami lokalnymi. Nie spodziewamy się, aby strategia spółki w tym względzie się zmieniła (tzn. Polnord dysponuje bardzo dużym bankiem ziemi o dobrej jakości, jest jednak zadłużony, w efekcie pełna realizacja potencjału tkwiącego w gruntach wymaga współdziałania z innymi firmami). Sądzymy, że prowadzenie inwestycji w joint-venture jest nieznacznie bardziej ryzykowne niż prowadzenie jej samodzielnie. W ramach joint-venture w zasadzie nie działają J.W. Construction oraz Dom Development. Polnord, w przeciwieństwie do pozostałych deweloperów, prowadzi też każdy projekt w ramach osobnej spółki celowej. Pozwala to na redukcję ekspozycji całej grupy na ryzyka poszczególnych projektów.

Plany inwestycyjne

W zasadzie wszyscy deweloperzy, dokonując nabycia gruntu, planują wybudowaniu na nim obiektu. W efekcie, deweloperzy dysponują długą listą planów inwestycyjnych (tzw. pipeline). Z uwagi na sytuację na rynku, realizacja planu jest odkładana w przyszłość. Dom Development nie planuje rozpoczęcia żadnego nowego projektu mieszkaniowego w pierwszej połowie roku, natomiast być może zrobi to w drugiej połowie (decyzja nie została jeszcze podjęta). J.W. Construction nie planuje rozpoczynać w tym roku nowych projektów mieszkaniowych, w zasadzie z wyjątkiem projektu Zielona Dolina (gdzie przedsprzedaż rozpoczęła się w 2007 roku, natomiast z uwagi na konflikty prawne dotyczące gruntów, budowa jeszcze się nie rozpoczęła). Projekt Zielona Dolina jest w dużej mierze przyczyną dużej ujemnej przedsprzedaży J.W. Construction (klienci mogą wycofać się bez konsekwencji, gdyż nie ma pozwolenia na budowę, w efekcie poziom przedsprzedaży spadł z około 83% w Q3 2007 do 31,3% w Q4 2008). Spółka spodziewa się otrzymania pozwolenia na budowę w maju 2009. Ponadto, J.W. Construction, pod warunkiem znalezienia chętnych na wynajem powierzchni, rozpatruje rozpoczęcie budowy biurowców. W tym roku mógłby ruszyć biurowiec przy ul. Badyłarskiej w Warszawie (4157 PUM, wartość inwestycji ponad 20 mln PLN). Raczej w tym roku nie rozpocznie się budowa większego biurowca w Szczecinie (25 324 PUM, ponad 150 mln PLN). Spółka zamierza też zainwestować 65 mln PLN (55 mln PLN w 2009 roku) w rozbudowę Ośrodka Czarny Potok. Polnord planuje zaś budowę kompleksu biurowego na warszawskim Wilanowie o łącznej powierzchni 38 tys. PUM. Spółka pozyskała już część najemców planowanych obiektów (umowy przedwstępne z Pol-Aqua i Asseco). Do rozpoczęcia budowy niezbędne jest jednak pozyskanie około 300 mln PLN finansowania dłużnego, w związku z tym realizacja inwestycji w tym roku jest pod znakiem zapytania.

Działania mające zaradzić kryzysowi na rynku

Połączenie oferty sprzedaży mieszkania i oferty kredytowej

Niektórzy deweloperzy podjęli działania mające na celu skonstruowanie preferencyjnej oferty kredytowej. Dom Development, zamiast obniżki cen lokalu, przez 3 lata dofinansowuje raty spłacane przez klienta bankowi. Polnord połączył kredytowanie własnych inwestycji deweloperskich z ofertą kredytową dla klientów nabywających mieszkania w tych inwestycjach. Sądzymy, że tego typu działania będą cechowały się raczej ograniczoną skutecznością, do póki nie wzrośnie ponownie skłonność banków do kredytowania oraz klientów do zaciągania zobowiązań (kluczowa jest naszym zdaniem poprawa sytuacji gospodarczej, a w efekcie ponowny wzrost poczucia bezpieczeństwa).

Program „Rodzina na swoim”

W ramach programu, rządową dopłatą może być objęta połowa spłacanych odsetek przez okres 8 lat. W 2008 roku wartość udzielonych kredytów w programie wyniosła 852,6 mln PLN (wartość wszystkich kredytów hipotecznych: 76 mld PLN). Bardzo niewielka popularność programu związana była z niskimi limitami cenowymi, od których uzyskanie dofinansowania było możliwe. Obecnie, na początku 2009 roku, limity te zostały podniesione. W Warszawie maksymalna cena 1 m² uprawniająca do uzyskania dopłaty wzrosła z 6632,6 PLN/m² do 7142,8 PLN/m², we Wrocławiu z 5274,1 PLN/m² do 5679,7 PLN/m², w Toruniu z 5055,05 PLN/m² do 5443,9 PLN/m², w Łodzi z 4659,2 PLN/m² do 5017,6 PLN/m², w Krakowie z 4624,1 PLN/m² do 4979,8 PLN/m², w Lublinie zaś z 3924,94 PLN/m² do 4226,86 PLN/m². W efekcie podwyższenia limitów, a także spadku cen mieszkań, wzrosła ilość mieszkań dostępnych w ramach programu. Dom Development oraz J.W. Construction w dużej mierze przekaz marketingowy opierają na programie kredytów preferencyjnych Rodzina na swoim. Sądzymy, że siła przekazu marketingowego maleje, gdyż wielu deweloperów skopiowało ten pomysł, wielu innych zaś dopiero planuje to zrobić (na przykład Budimex Nieruchomości). Generalnie, kredyt w programie Rodzina na swoim jest też dość trudny do pozyskania. Może go otrzymać jedynie rodzina lub osoba samotnie wychowująca dziecko. Rodzina lub osoba o niego występująca nie może mieć nawet częściowego udziału w innym mieszkaniu. Nabywane mieszkanie musi posiadać garaż. Osoba występująca o kredyt nie może być stroną umowy najmu, wymagana jest też rezygnacja z mieszkania kwaterunkowego. Banki, jako, że kredyt jest preferencyjny, często podwyższają wymagania stawiane przy jego udzielaniu (wymagają wkładu własnego). Podsumowując, program, mimo, że oferuje atrakcyjne warunki dofinansowania kredytów, warunki skorzystania z niego pozostają restrykcyjne. Przekaz marketingowy oparty na programie został skopiowany przez wielu deweloperów. Nie przewidujemy istotnego wpływu programu na poprawę wyników przedsprzedaży i sprzedaży.

Wynajem mieszkań

Wynajem mieszkań został zapowiedziany pierwotnie przez J.W. Construction, w przypadku lokali nie sprzedanych w ramach projektu Górczewska Park (duże ryzyko wycofań, ze względu na przedsprzedaż realizowaną po wysokich cenach oraz istotny odsetek umów w programie 10/90). Obecnie, spółka raczej wycofuje się z planów wynajmu lokali. Nie wyklucza jednak drogi pośredniej – wynajem na podstawie np. 2-letniej umowy dzierżawy, z opcją pierwokupu. Podsumowując, nie sądzymy, aby wynajem został szeroko zastosowany przez deweloperów. Jego wadą jest to, że wiąże się on z dodatkowymi nakładami na wykończenie mieszkania, ponadto, może negatywnie oddziaływać na późniejszą sprzedaż mieszkań.

Podsumowanie: co naszym zdaniem może pomóc deweloperom

Naszym zdaniem na korzyść deweloperów zadziałać może przede wszystkim czas. Na rynku istnieje duża nierównowaga podaży (wysoka) i popytu (niski), w efekcie osiągnięcie równowagi wymaga spadku cen. Stopniowego wzrostu popytu spodziewamy się od drugiej połowy 2009 roku. Mimo to, przynajmniej do połowy 2010 roku na rynku będziemy obserwować nadpodaż mieszkań. Równowaga podaży i popytu może pojawić się pod koniec 2010 roku, zaś jeśli deweloperzy w 2010 roku rozpoczną niewielką ilość nowych projektów, w 2011 roku popyt może przewyższyć podaż. Oznaczałoby to ponowny wzrost cen mieszkań, naturalnie nie tak spektakularny jak w latach 2006-2007, lecz być może wyższy niż inflacja. Istotnym warunkiem dotrwania do 2011 roku jest korzystna struktura bilansu – i tu naszym zdaniem żadna z rekomendowanych firm nie wydaje się być zagrożona. Podkreślamy także, że istotny z punktu widzenia przyszłej rentowności jest bank ziemi nabyty po korzystnej cenie.

Podsumowanie

Podsumowanie: czynniki jakościowe determinujące pozycję deweloperów

Poniżej staraliśmy się uwzględnić wszystkie istotne naszym zdaniem omówione w raporcie czynniki jakościowe determinujące ocenę atrakcyjności deweloperów. Stosujemy następującą symbolikę:

- ++ zdecydowanie korzystna sytuacja na tle innych deweloperów
- + korzystna sytuacja na tle innych deweloperów
- +/- sytuacja neutralna
- niekorzystna sytuacja na tle innych deweloperów
- zdecydowanie niekorzystna sytuacja na tle innych deweloperów

Dodatkowo, pogrubioną czcionką zaznaczyliśmy pozycje, które naszym zdaniem są najistotniejsze dla oceny wybranych firm.

Czynniki jakościowe determinujące pozycję deweloperów

Lp.	Czynnik	Dom	J.W.	Polnord
		Development	Construction	
1.	Udział gruntów w wycenie	-	++	--
2.	Jakość banku ziemi a wycena	-/+	-/+	+
3.	Ryzyko odpisów wartości gruntów	-	-/+	-/+
4.	Odsetek mieszkań przedsprzedanych	+	++	-
5.	Prognozowane wyniki przedsprzedaży	+	--	+
6.	Ryzyko wycofań klientów	++	-	-/+
7.	Segment działalności	+	+	-/+
8.	Możliwość redukcji kosztów budowy	-	++	+
9.	Ryzyko braku zleceń dla spółek pozadeweloperskich	++	--	+
10.	Niskie koszty zarządu i sprzedaży	-	+	-
11.	Szansa na dodatkowe przepływy pien. z tyt. sprzedaży gruntów	-/+	-/+	++
12.	Zadłużenie	+	-	-/+
13.	Zadłużenie na koniec 2009P	++	+	-/+
14.	Projekty w joint-venture	+	+	-
15.	Potencjał wzrostu w scenariuszu inflacyjnym	+	-/+	++

Źródło: DI BRE Banku S.A.

25 marca 2009

Raport analityczny

**Deweloperzy**

Polska

Cena bieżąca	23,0 PLN
Cena docelowa	21,9 PLN
Kapitalizacja	0,56 mld PLN
Free float	0,11 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,53 mln PLN

Struktura akcjonariatu

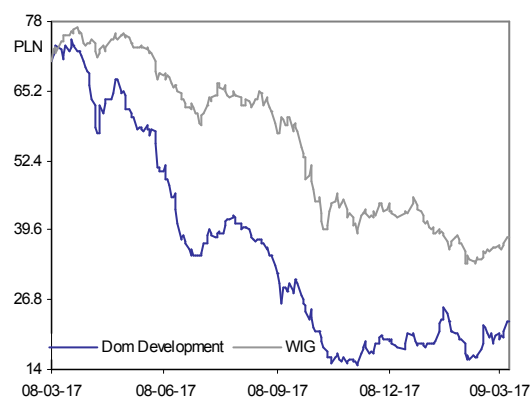
Dom Development B.V.	63,15%
Jarosław Szanajca	7,06%
Grzegorz Kiełpsz	5,66%
ING TFI	4,85%
Pozostali	19,28%

Profil spółki

Dom Development prowadzi działalność deweloperską wyłącznie w segmencie mieszkaniowym i na terenie Warszawy. Wcześniej spółka działała głównie w segmencie o podwyższony standardzie, teraz zaś oferuje głównie mieszkania popularne.

Ważne daty

12.05 - sprawozdanie finansowe za Q1 2009
25.08 - sprawozdanie finansowe za H1 2009
12.11 - sprawozdanie finansowe za Q3 2009

Kurs akcji DOM na tle WIG**Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Dom Development Trzymaj

DOM.PW; DOMD.WA

(Nowa)

Wszystko jest już w cenach

Dom Development wydaje się być jedną z najbezpieczniejszych inwestycji w sektorze. Poziom zadłużenia jest relatywnie ograniczony (dług netto : 272,1 mln PLN, zadłużenie krótkoterminowe to jedynie 62,5 mln PLN, przy stanie gotówki na bilansie na poziomie 223,7 mln PLN). Przewidujemy, że ze względu na charakter oferty spółki (segment popularny), wyniki sprzedażowe Dom Development nie powinny być najgorsze. Spółka charakteryzuje się niskim ryzykiem wycofań klientów z zawartych umów przedsprzedaży (brak sprzedaży w systemie 10/90). Nie posiada też spółek zależnych, dla których wstrzymanie projektów deweloperskich może oznaczać kłopoty. Mimo to, wszystko to jest już naszym zdaniem zdyskontowane. Nie widzimy powodu, aby zwiększać zaangażowanie w spółce z punktu widzenia wartości majątku, która naszym zdaniem nie przekracza znacznie kapitalizacji. Dostrzegamy szansę na stopniowy wzrost wartości spółki na podstawie decyzji i działań zarządu, natomiast jest naszym zdaniem zbyt wcześnie, aby uwzględniać je w wycenach. Nie dostrzegając istotnych czynników, które pozwoliłyby na ponadprzeciętny wzrostu kursu, rekomendujemy trzymanie akcji Dom Development.

Bank ziemi jako czynnik ryzyka

Pośród nielicznych ryzyk inwestycyjnych, dostrzegamy możliwość dokonywania odpisów wartości gruntów (część była nabywana po wysokich cenach na szczycie koniunktury). Nie uwzględniamy odpisów w prognozie wyników finansowych, ze względu na brak możliwości ich prognozowania. Dostrzegamy też duży udział gruntów w wycenie (45,9%), narażający spółkę na ryzyko działania dźwigni operacyjnej w przypadku ich wyceny. Ogólnie, nasza wycena banku ziemi spółki jest o 43% niższa niż wycena księgową. Zastosowaliśmy dyskonto w wysokości 44% w przypadku gruntów pod projekty o standardzie popularnym, w wysokości 65% w przypadku gruntów pod projekty luksusowe oraz w wysokości 10% w przypadku prac zwiększających wartość gruntów.

Szansa na długoterminowy wzrost wartości spółki

Naszym zdaniem przetrwanie Dom Development nie jest w żadnym stopniu zagrożone. Nie występuje ryzyko braku zleceń dla spółek poza deweloperskich. Widzimy duże możliwości redukcji kosztów działalności (efekt wysokiej bazy). Bez wątplenia spółka będzie w stanie kontynuować z powodzeniem działalność w segmencie popularnym. Duża ekspozycja na wycenę gruntów (grunty w wycenie to 45,9%) powoduje, że akcjonariusz mógłby zyskać w przypadku realizacji scenariusza inflacyjnego przy wyjściu z kryzysu. Dodatkowo, dostrzegamy szansę na wzrost wartości spółki, w przypadku trafnych decyzji zarządu podejmowanych m.in. w warunkach gorszej koniunktury. Sądymy, że ze względu na dobrą sytuację bilansową, Dom Development ma największą szansę na zakup nieruchomości od innych firm mających problemy płynnościowe po okazanych cenach.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P
Przychody	878,8	698,2	605,5	556,8
EBITDA	243,2	168,1	122,1	34,4
marża EBITDA	27,7%	24,1%	20,2%	6,2%
EBIT	241,0	165,7	119,6	32,0
Zysk netto	200,6	136,9	106,5	49,8
P/NAV	-	-	1,03	-
P/LV	-	-	1,30	-
Udział gruntów	-	-	45,9%	-
P/E	2,8	4,1	5,3	11,3
P/BV	0,81	0,72	0,63	0,60

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki Dom Development szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 21,9 PLN.

Wycena akcji Dom Development

Metoda wyceny	Wycena	Liczba akcji	Cena 1 akcji	Waga metody	Ważona cena 1 akcji
Metoda wartości likwidacyjnej	432,9	24,6	17,6	10,0%	1,8
Metoda wartości aktywów netto	549,7	24,6	22,4	90,0%	20,1
Cena docelowa na 1 akcję					21,9

Wycena metodą wartości likwidacyjnej

Założenia modelu

- Cena uzasadniająca projekt deweloperski o 30% niższa od cen na koniec 2008 roku
- 20% docelowej marży dewelopera
- Spadek kosztu budowy 1 m² o 10-15% (zależnie od standardu i lokalizacji)
- Spadek cen działań zwiększających wartość gruntu (prace projektowe, budowa infrastruktury, wyburzenia) o 10%
- Koszt finansowania projektu = 9% (średnia ważona kosztu kapitału i długu)
- 10% dyskonto do wartości projektów w toku (niesprzedanych mieszkań, zgodnie z MSR 11)

Wycena akcji Dom Development: metoda wartości likwidacyjnej

	Wartość księgową	Wycena
Aktywa z tyt. odroczonego podatku dochodowego	8,4	0,0
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	1,1	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	11,4	11,4
Zapasy: grunty	669,4	381,8
Zapasy: pozostałe	22,4	0,0
Zapasy: projekty w toku	373,6	336,3
Zapasy: wyroby gotowe	86,9	86,9
Pozostałe aktywa obrotowe	360,8	360,8
Aktywa łącznie	1534,1	1177,2
Zobowiązania	744,3	744,3
Wartość firmy	789,8	432,9
Liczba akcji	24,6	24,6
Cena na 1 akcję	32,2	17,6

* z tego 91,4 mln PLN to prace zwiększające wartość gruntów: projektowe, budowa infrastruktury, wyburzenia,...

Wycena metodą wartości aktywów netto

Założenia modelu: wycena gruntów

- Cena uzasadniająca projekt deweloperski o 30% niższa od cen na koniec 2008 roku
- 20% docelowej marży dewelopera
- Spadek kosztu budowy 1 m² o 10-15% (zależnie od standardu i lokalizacji)
- Koszt finansowania projektu = 9% (średnia ważona kosztu kapitału i długu)

Założenia modelu: wycena projektów w toku

- Stopa wolna od ryzyka = 6,3% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).

Wycena akcji Dom Development: metoda wartości aktywów netto

	Wycena
Zapasy: grunty	381,8
Zapasy: projekty w budowie	450,0
Środki trwałe	8,1
Aktywa finansowe	81,6
Środki pieniężne	223,7
Pozostałe	3,3
Suma aktywów	1148,6
Dług	495,8
Pozostałe zobowiązania	103,1
Wartość firmy	549,7

Model DCF: wycena projektów w toku

(mln PLN)	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody ze sprzedaży	698,2	605,5	556,8	0,0
<i>zmiana</i>	-20,6%	-13,3%	-8,1%	-
EBITDA	168,1	122,1	34,4	0,0
<i>marża EBITDA</i>	24,1%	20,2%	6,2%	-
Amortyzacja	2,4	2,4	2,4	0,0
EBIT	165,7	119,6	32,0	0,0
<i>marża EBIT</i>	23,7%	19,8%	5,7%	-
Opodatkowanie EBIT	31,5	22,7	6,1	0,0
NOPLAT	134,2	96,9	25,9	0,0
CAPEX		-2,4	-2,4	0,0
Kapitał obrotowy		96,0	417,5	-120,5
Inwestycje kapitałowe		0,0	0,0	0,0
FCF		192,9	443,4	-120,5
<i>WACC</i>		10,7%	11,4%	11,4%
<i>współczynnik dyskonta</i>		91,1%	81,8%	73,4%
PV FCF		175,8	362,7	-88,5
WACC		10,7%	11,4%	11,4%
Koszt długu		7,5%	7,6%	7,6%
Stopa wolna od ryzyka		6,3%	6,4%	6,4%
Premia za ryzyko kredytowe		1,2%	1,2%	1,2%
Efektywna stopa podatkowa		19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV		12%	0%	0%
Koszt kapitału własnego		11,3%	11,4%	11,4%
Premia za ryzyko		5,0%	5,0%	5,0%
Beta		1,0	1,0	1,0
Wartość projektów w toku		450,0		

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P
Przychody ze sprzedaży	729,8	878,8	698,2	605,5	556,8
<i>zmiana</i>	<i>35,9%</i>	<i>20,4%</i>	<i>-20,6%</i>	<i>-13,3%</i>	<i>-8,1%</i>
Koszt własny sprzedaży	496,9	545,7	429,0	419,6	486,0
Zysk brutto na sprzedaży	232,9	333,1	269,1	186,0	70,7
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>31,9%</i>	<i>37,9%</i>	<i>38,5%</i>	<i>30,7%</i>	<i>12,7%</i>
Koszty sprzedaży	-21,7	-22,4	-30,0	-21,0	-12,0
Koszty ogólnego zarządu	-41,3	-57,7	-61,9	-43,3	-24,8
Pozostała działalność operacyjna netto	-5,0	-12,1	-11,5	-2,0	-2,0
EBIT	165,0	241,0	165,7	119,6	32,0
<i>zmiana</i>	<i>130,7%</i>	<i>46,1%</i>	<i>-31,2%</i>	<i>-27,8%</i>	<i>-73,3%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>22,6%</i>	<i>27,4%</i>	<i>23,7%</i>	<i>19,8%</i>	<i>5,7%</i>
Wynik na działalności finansowej	2,8	9,4	7,2	11,9	29,6
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	167,8	250,4	173,0	131,5	61,5
Podatek dochodowy	-32,6	-49,7	-36,0	-25,0	-11,7
Zysk akcjonariuszt mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	135,2	200,6	136,9	106,5	49,8
<i>zmiana</i>	<i>-</i>	<i>48,4%</i>	<i>-31,7%</i>	<i>-22,2%</i>	<i>-53,2%</i>
<i>marża</i>	<i>18,5%</i>	<i>22,8%</i>	<i>19,6%</i>	<i>17,6%</i>	<i>9,0%</i>
Amortyzacja	1,6	2,2	2,4	2,4	2,4
EBITDA	166,5	243,2	168,1	122,1	34,4
<i>zmiana</i>	<i>127,3%</i>	<i>46,0%</i>	<i>-30,9%</i>	<i>-27,4%</i>	<i>-71,8%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>22,8%</i>	<i>27,7%</i>	<i>24,1%</i>	<i>20,2%</i>	<i>6,2%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	22,3	24,6	24,6	24,6	24,6
EPS	6,1	8,2	5,6	4,3	2,0
CEPS	6,1	8,3	5,7	4,4	2,1
ROAE	43,2%	33,8%	18,4%	12,6%	5,4%
ROAA	17,9%	18,4%	9,8%	6,7%	3,0%

**Bilans**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
AKTYWA	923,9	1 252,1	1 534,1	1 637,4	1 709,8	1 576,9
Majątek trwały	17,0	21,9	20,9	20,9	20,9	20,9
WNIIP	0,7	0,7	1,4	1,4	1,4	1,4
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	0,8	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Rzeczowe aktywa trwałe	5,5	6,5	6,8	6,8	6,8	6,8
Aktywa z tyt. odroczonego podatku doch.	7,5	10,6	8,4	8,4	8,4	8,4
Pozostałe	2,4	3,0	3,3	3,3	3,3	3,3
Majątek obrotowy	906,9	1 230,2	1 513,2	1 616,5	1 688,9	1 556,0
Zapasy	594,9	862,4	1 152,3	1 060,5	669,4	669,4
Należności	60,8	65,9	55,5	48,2	44,3	0,0
Pozostałe aktywa obrotowe	23,7	26,4	81,6	81,6	81,6	81,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	227,5	275,5	223,7	426,2	893,6	805,0
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
PASYWA	923,9	1 252,1	1 534,1	1 637,4	1 709,8	1 576,9
Kapitał własny	491,9	696,1	789,9	896,5	946,3	978,2
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Zobowiązania długoterminowe	154,8	330,4	488,6	488,6	488,6	488,6
Pożyczki i kredyty, obligacje	102,2	241,8	433,3	433,3	433,3	433,3
Rezerwy i inne	52,6	88,6	55,3	55,3	55,3	55,3
Zobowiązania krótkoterminowe	277,2	225,5	255,7	252,5	275,1	110,3
Pożyczki i kredyty, obligacje	98,9	37,0	62,5	62,5	62,5	62,5
Zobowiązania wobec dostawców	143,8	121,0	145,5	142,2	164,8	0,0
Inne	34,5	67,5	47,8	47,8	47,8	47,8
Dług	201,1	278,8	495,8	495,8	495,8	495,8
Dług netto	-26,4	3,3	272,1	69,6	-397,8	-309,2
(Dług netto / Kapitał własny)	-5,4%	0,5%	34,4%	7,8%	-42,0%	-31,6%
(Dług netto / EBITDA)	-0,2	0,0	1,6	0,6	-11,6	-
BVPS	22,0	28,3	32,2	36,5	38,5	39,8

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przepływy operacyjne	-30,3	-22,3	-215,0	193,0	440,2	-125,6
Zysk netto	135,2	200,6	136,9	106,5	49,8	31,9
Amortyzacja	1,6	2,2	2,4	2,4	2,4	2,4
Kapitał obrotowy	-211,8	-295,7	-245,5	96,0	417,5	-120,5
Pozostałe	44,8	70,6	-108,8	-11,9	-29,6	-39,4
Przepływy inwestycyjne	-1,8	-3,6	-3,5	-2,4	-2,4	-2,4
CAPEX	-1,4	-3,6	-3,5	-2,4	-2,4	-2,4
Inwestycje kapitałowe	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	185,8	73,9	166,7	11,9	29,6	39,4
Emisja akcji	220,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-34,8	77,6	216,8	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	-3,7	-50,1	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	153,7	48,0	-51,8	202,5	467,4	-88,6
Środki pieniężne na koniec okresu	227,5	275,5	223,7	426,2	893,6	805,0
DPS (PLN)	0,0	0,2	2,0	0,0	0,0	0,0
FCF z projektów w toku			0,0	192,9	443,4	-120,5
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,2%	0,4%	0,5%	0,4%	0,4%	-

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P
P/NAV	-	-	-	1,03	-
P/LV	-	-	-	1,30	-
P/E	3,8	2,8	4,1	5,3	11,3
P/BV	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	2,9	2,3	3,4	4,7	16,5
EV/EBIT	3,0	2,4	3,4	4,7	17,8
Cena (PLN)	23,0				
Liczba akcji na koniec roku (mln)	22,3	24,6	24,6	24,6	24,6
MC (mln PLN)	513,2	564,9	564,9	564,9	564,9
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
EV (mln PLN)	486,8	568,2	568,0	568,0	568,0

25 marca 2009

Raport analityczny

**Deweloperzy**

Polska

Cena bieżąca **5,95 PLN****Cena docelowa** **10,30 PLN**

Kapitalizacja 0,33 mld PLN

Free float 0,06 mld PLN

Średni dzienny obrót (3 mies.) 2,99 mln PLN

Struktura akcjonariatu

EHT S.A.	46,52%
Józef Wojciechowski	35,44%
J.W. Construction	0,95%
Pozostali	17,09%

Profil spółki

J.W. Construction koncentruje się głównie na działalności deweloperskiej w segmencie mieszkaniowym na terenie aglomeracji warszawskiej. Spółka działa też w innych miastach, w tym w Rosji, prowadzi sieć hoteli, posiada firmę budowlaną i produkcyjną (mat. budowlane). Planuje wejść w

Ważne daty

14.05 - sprawozdanie finansowe za Q1 2009
10.06 - sprawozdanie finansowe za rok 2008
12.08 - sprawozdanie finansowe za Q2 2009

J.W. Construction Kupuj

JWC.PW; JWCA.WA

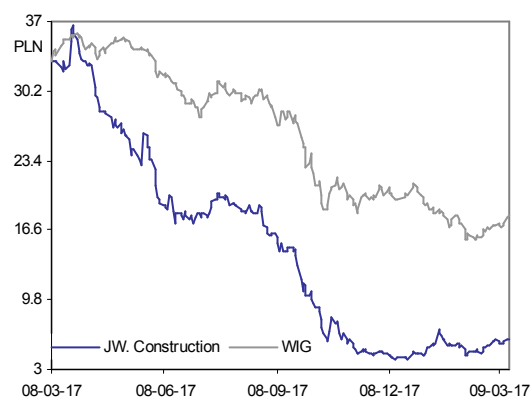
(Nowa)

Realna wartość dla akcjonariusza

Sądzymy, że majątek J.W. Construction oferuje dla akcjonariusza realną wartość (wycena poniżej wartości likwidacyjnej). Spółka posiada duży, choć relatywnie tani bank ziemi (duży udział lokalizacji peryferyjnych), w związku z tym wartość gruntów odpowiada jedynie za 26,7% wyceny. J.W. Construction posiada największy z wszystkich pokrywanych deweloperów odsetek przedsprzedanych mieszkań (76%), co w chwili przekazania lokali pozwoli na znaczny napływ gotówki i poprawę sytuacji bilansowej. Prognozujemy, że dług netto spółki na koniec 2009 roku wyniesie 212,4 mln PLN, zakładając, że spółka nie rozpocznie nowych projektów (599,5 mln PLN na koniec 2008 roku). Duże dodatnie przepływy pieniężne wynikać też będą ze stosowanego systemu sprzedaży mieszkań (10/90), który z drugiej strony naraża J.W. na ryzyko wycofań klientów z podpisanymi umowami, w momencie braku pozyskania finansowania. Przewidujemy, że przedsprzedaż netto (po uwzględnieniu wycofań) będzie w 2009 roku nieznacznie ujemna. J.W. Construction posiada własne siły wykonawcze, w związku z tym będzie w stanie na bieżąco w stanie obniżyć koszty wykonawstwa obiektów. W efekcie, spółka będzie mogła wykazywać wyższe marże niż deweloperzy nie posiadający firm budowlanych. Podsumowując, pomimo znacznego na koniec 2008 roku zadłużenia krótkoterminowego, jesteśmy spokojni o przyszłość spółki, z uwagi na wartość majątku, która znacznie przekracza obecną wycenę rynkową. Rekomendujemy kupno akcji J.W. Construction z ceną docelową na poziomie 10,3 PLN.

Składniki majątku nie uwzględnione w wycenie

W wycenie majątku J.W. Construction nie uwzględniamy wartości spółki budowlanej (jedynie część wartości jest ujęta w postaci wyceny majątku trwałego). Sądzymy, że spółka budowlana J.W. Construction może faktycznie posiadać potencjał do generowania 400 mln PLN przychodów rocznie, mimo to, póki nie udowodni, że jest w stanie skutecznie pozyskiwać zlecenia z zewnątrz i na tym zarabiać, nie uwzględniamy jej w wycenie. W wycenie nie uwzględniamy także działalności produkcyjnej oraz inwestycji w rozbudowę Ośrodka Czarny Potok w Krynicy (55 mln PLN nakładów planowanych do poniesienia w 2009 roku).

Kurs akcji JWC na tle WIG**Kiedy poprawią się wyniki przedsprzedaży**

Naszym zdaniem kluczowym czynnikiem niezbędnym, aby wzrosła przedsprzedaż notowana przez spółkę, jest zakończenie projektów w toku (w momencie finalizacji generują one ujemną przedsprzedaż, czyli wycofania klientów). Dodatkowo, zakończenie projektów może pozwolić na rozpoczęcie sprzedaży mieszkań nowym klientom po niższych cenach. Generalnie, uważamy, że oferta spółki (segment popularny) jest dobrze dostosowana do obecnych realiów rynkowych i powinna bez trudu znaleźć nabywców.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P
Przychody	781,1	741,0	813,7	792,4
EBITDA	208,0	154,6	198,6	137,9
marża EBITDA	26,6%	20,9%	24,4%	17,4%
EBIT	194,7	137,7	179,0	117,9
Zysk netto	144,2	100,3	148,0	120,8
P/NAV	-	-	0,56	-
P/LV	-	-	0,86	-
Udział gruntów	-	-	26,7%	-
P/E	2,2	3,2	2,2	2,7
P/BV	0,57	0,50	0,41	0,35

Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki J.W. Construction szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 10,3 PLN.

Wycena akcji J.W. Construction

Metoda wyceny	Wycena	Liczba akcji	Cena 1 akcji	Waga metody	Ważona cena 1 akcji
Metoda wartości likwidacyjnej	376,9	54,7	6,9	10,0%	0,7
Metoda wartości aktywów netto	581,2	54,7	10,6	90,0%	9,6
Cena docelowa na 1 akcję					10,3

Wycena metodą wartości likwidacyjnej

Założenia modelu

- Cena uzasadniająca projekt deweloperski o 30% niższa od cen na koniec 2008 roku
- 20% docelowej marży dewelopera
- Spadek kosztu budowy 1 m² o 10-15% (zależnie od standardu i lokalizacji)
- Koszt finansowania projektu = 9% (średnia ważona kosztu kapitału i długu)
- 10% dyskonto do wartości projektów w toku
- Wycena działalności hotelarskiej i TBS modelem za pomocą modelu DCF o stałej stopie wzrostu po roku 2010 (rzeczowe aktywa trwałe: budynki)
- Zakładamy, że 100 mln PLN, które zainwestowane będzie w ośrodek Czarny Potok nie podnosi jego wartości
- Wycena firmy budowlanej i działalności produkcyjnej: 0 PLN / akcję

Wycena akcji J.W. Construction: metoda wartości likwidacyjnej

	Wartość księgowa	Wycena
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	16,6	0,0
Rzeczowe aktywa trwałe: grunty	41,4	21,5
Rzeczowe aktywa trwałe: budynki	215,0	172,9
Nieruchomości inwestycyjne	12,3	8,6
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	13,2	0,0
Zapasy	47,4	28,1
Kontrakty budowlane: projekty w toku	911,1	820,0
Kontrakty budowlane: grunty	128,5	66,6
Należności krótkoterminowe	77,5	77,5
Środki pieniężne i ekwiwalenty	36,7	36,7
Inne aktywa finansowe	39,3	37,3
Pozostałe	119,8	111,8
Aktywa łącznie	1659,0	1381,1
Zobowiązania	1004,2	1004,2
Wartość firmy	654,8	376,9
Liczba akcji	54,7	54,7
Cena na 1 akcję	12,0	6,9

Wycena metodą wartości aktywów netto

Założenia modelu: wycena gruntów

- Cena uzasadniająca projekt deweloperski o 30% niższa od cen na koniec 2008 roku
- 20% docelowej marży dewelopera
- Spadek kosztu budowy 1 m² o 10-15% (zależnie od standardu i lokalizacji)
- Koszt finansowania projektu = 9% (średnia ważona kosztu kapitału i długu)
- Wycena działalności hotelarskiej i TBS modelem za pomocą modelu DCF o stałej stopie wzrostu po roku 2010 (rzeczowe aktywa trwałe: budynki)
- Zakładamy, że 100 mln PLN, które zainwestowane będzie w ośrodek Czarny Potok nie podnosi jego wartości
- Wycena firmy budowlanej i działalności produkcyjnej: 0 PLN / akcję

Założenia modelu: wycena projektów w toku

- Stopa wolna od ryzyka = 6,3% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa)
- Uwzględniona działalność hotelowa i TBS w 2009 i 2010 roku

Wycena akcji J.W. Construction: metoda wartości aktywów netto

	Wycena
Rzeczowe aktywa trwałe	266,3
Kontrakty budowlane: projekty w toku	868,8
Kontrakty budowlane: grunty	66,6
Zapasy	28,1
Wartości niematerialne	11,4
Nieruchomości inwestycyjne	8,6
Pozostałe	65,8
Środki pieniężne	36,7
Suma aktywów	1352,4
Dług	636,2
Pozostałe zobowiązania	135,1
Wartość firmy	581,2

Model DCF: wycena projektów w toku

(mln PLN)	2008	2009P *	2010P *	2011P
Przychody ze sprzedaży	741,0	813,7	792,4	0,0
<i>zmiana</i>	<i>-5,1%</i>	<i>9,8%</i>	<i>-2,6%</i>	<i>-100,0%</i>
EBITDA	154,6	198,6	137,9	0,0
<i>marża EBITDA</i>	<i>20,9%</i>	<i>24,4%</i>	<i>17,4%</i>	<i>-</i>
Amortyzacja	16,9	19,6	20,1	0,0
EBIT	137,7	179,0	117,9	0,0
<i>marża EBIT</i>	<i>18,6%</i>	<i>22,0%</i>	<i>14,9%</i>	<i>-</i>
Opodatkowanie EBIT	26,2	34,0	22,4	0,0
NOPLAT	111,5	145,0	95,5	0,0
CAPEX		-19,6	-20,1	0,0
Kapitał obrotowy		294,1	583,8	-122,3
Inwestycje kapitałowe		0,0	0,0	0,0
FCF		439,2	679,3	-122,3
WACC		10,3%	11,3%	11,3%
<i>współczynnik dyskonta</i>		<i>91,4%</i>	<i>82,1%</i>	<i>73,9%</i>
PV FCF		401,3	557,7	-90,4
WACC		10,3%	11,3%	11,3%
Koszt długu		7,5%	7,5%	7,5%
Stopa wolna od ryzyka		6,3%	6,3%	6,3%
Premia za ryzyko kredytowe		1,2%	1,2%	1,2%
Efektywna stopa podatkowa		0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto / EV		25%	0%	0%
Koszt kapitału własnego		11,3%	11,3%	11,3%
Premia za ryzyko		5,0%	5,0%	5,0%
Beta		1,0	1,0	1,0

Wartość projektów w toku **868,8**

* prognoza na rok 2009 i 2010 uwzględnia działalność hotelarską i TBS

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P
Przychody ze sprzedaży	726,3	781,1	741,0	813,7	792,4
<i>zmiana</i>	<i>75,2%</i>	<i>7,5%</i>	<i>-5,1%</i>	<i>9,8%</i>	<i>-2,6%</i>
Koszt własny sprzedaży	500,3	532,5	527,4	582,9	627,7
Zysk brutto na sprzedaży	226,0	248,6	213,7	230,8	164,8
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>31,1%</i>	<i>31,8%</i>	<i>28,8%</i>	<i>28,4%</i>	<i>20,8%</i>
Koszty sprzedaży	-24,1	-28,6	-28,5	-24,2	-21,8
Koszty ogólnego zarządu	-20,8	-24,9	-28,9	-24,5	-22,1
Pozostała działalność operacyjna netto	-1,0	-0,5	-18,6	-3,0	-3,0
EBIT	180,1	194,7	137,7	179,0	117,9
<i>zmiana</i>	<i>438,1%</i>	<i>8,1%</i>	<i>-29,3%</i>	<i>30,1%</i>	<i>-34,2%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>24,8%</i>	<i>24,9%</i>	<i>18,6%</i>	<i>22,0%</i>	<i>14,9%</i>
Wynik na działalności finansowej	-12,9	-14,5	-14,8	3,6	31,2
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	167,2	180,2	122,8	182,7	149,1
Podatek dochodowy	-35,2	-36,0	-22,6	-34,7	-28,3
Zysk akcjonariuszt mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	132,0	144,2	100,3	148,0	120,8
<i>zmiana</i>	<i>-</i>	<i>12,2%</i>	<i>-32,3%</i>	<i>47,6%</i>	<i>-18,4%</i>
<i>marża</i>	<i>18,2%</i>	<i>18,5%</i>	<i>13,5%</i>	<i>18,2%</i>	<i>15,2%</i>
Amortyzacja	10,7	13,3	16,9	19,6	20,1
EBITDA	190,8	208,0	154,6	198,6	137,9
<i>zmiana</i>	<i>328,0%</i>	<i>9,0%</i>	<i>-25,7%</i>	<i>28,5%</i>	<i>-30,5%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>26,3%</i>	<i>26,6%</i>	<i>20,9%</i>	<i>24,4%</i>	<i>17,4%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	9,6	53,0	54,7	54,7	54,7
EPS	13,8	2,7	1,8	2,7	2,2
CEPS	14,9	3,0	2,1	3,1	2,6
ROAE	<i>84,3%</i>	<i>38,8%</i>	<i>16,6%</i>	<i>20,3%</i>	<i>14,0%</i>
ROAA	<i>15,9%</i>	<i>11,9%</i>	<i>6,3%</i>	<i>8,5%</i>	<i>6,5%</i>

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
AKTYWA	907,5	1 511,6	1 659,0	1 804,6	1 899,9	1 694,8
Majątek trwały	329,2	381,0	442,8	497,8	507,8	507,8
Nip	12,5	12,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Wartość firmy	16,8	16,8	16,6	16,6	16,6	16,6
Rzeczowe aktywa trwałe	272,0	299,3	336,4	391,4	401,4	401,4
Inwestycje długoterminowe	5,0	15,3	39,3	39,3	39,3	39,3
Nieruchomości inwestycyjne	0,0	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3
Pozostałe	22,9	25,0	26,8	26,8	26,8	26,8
Majątek obrotowy	578,4	1 130,5	1 216,1	1 306,8	1 392,1	1 187,0
Zapasy	55,1	28,3	47,4	47,4	47,4	47,4
Należności	40,2	66,4	77,5	85,1	82,9	0,0
Kontrakty budowlane	403,6	875,1	1 039,7	735,6	128,6	128,6
Krótkoterminowe RMK	10,0	11,7	6,3	6,3	6,3	6,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	37,4	75,3	36,7	423,8	1 118,4	996,1
Inne	32,1	73,7	8,5	8,5	8,5	8,5
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
PASYWA	907,5	1 511,6	1 659,0	1 804,6	1 899,9	1 694,8
Kapitał własny	193,4	549,5	654,8	802,8	923,5	923,5
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	350,4	370,8	351,0	351,0	351,0	351,0
Pożyczki i kredyty, leasing, obligacje	302,1	287,4	250,5	250,5	250,5	250,5
Rezerwy i inne	48,4	83,4	100,5	100,5	100,5	100,5
Zobowiązania krótkoterminowe	363,7	591,3	653,1	650,8	625,4	420,2
Pożyczki i kredyty, leasing, obligacje	143,0	297,2	385,7	385,7	385,7	385,7
Zobowiązania wobec dostawców	86,6	118,9	165,3	182,8	196,8	0,0
Kontrakty budowlane	105,5	156,5	67,6	47,8	8,4	0,0
Inne	28,6	18,6	34,5	34,5	34,5	34,5
Dług	445,1	584,6	636,2	636,2	636,2	636,2
Dług netto	407,7	509,3	599,5	212,4	-482,2	-359,9
(Dług netto / Kapitał własny)	210,7%	92,7%	91,6%	26,5%	-52,2%	-39,0%
(Dług netto / EBITDA)	2,1	2,4	3,9	1,1	-3,5	-
BVPS	20,2	10,4	12,0	14,7	16,9	16,9

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przepływy operacyjne	-45,4	-216,7	-91,1	458,1	693,4	-122,3
Zysk netto	132,0	148,1	100,3	148,0	120,8	0,0
Amortyzacja	10,7	13,3	16,9	19,6	20,1	0,0
Kapitał obrotowy	-206,1	-446,5	-273,2	294,1	583,8	-122,3
Pozostałe	17,9	68,4	64,9	-3,6	-31,2	0,0
Przepływy inwestycyjne	-3,3	-96,6	25,0	-74,6	-30,1	0,0
CAPEX	4,9	-19,6	-7,1	-74,6	-30,1	0,0
Inwestycje kapitałowe	-2,7	-10,3	60,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-5,5	-66,7	-27,8	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	69,9	351,3	27,4	3,6	31,2	0,0
Emisja akcji	5,8	244,8	-2,5	0,0	0,0	0,0
Dług	78,9	126,7	5,4	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-14,8	-20,2	24,5	3,6	31,2	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	21,2	38,0	-38,6	387,1	694,6	-122,3
Środki pieniężne na koniec okresu	37,4	75,3	36,7	423,8	1 118,4	996,1
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF z projektów w toku			-	439,2	679,3	-122,3
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-0,7%	2,5%	1,0%	9,2%	3,8%	-

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P
P/NAV	-	-	-	0,56	-
P/LV	-	-	-	0,86	-
P/E	0,4	2,2	3,2	2,2	2,7
P/BV	0,3	0,6	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	2,4	4,0	5,4	4,2	6,1
EV/EBIT	2,6	4,2	6,1	4,7	7,1
Cena (PLN)	6,0				
Liczba akcji na koniec roku (mln)	9,6	53,0	54,7	54,7	54,7
MC (mln PLN)	56,9	315,4	325,5	325,5	325,5
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	464,6	824,7	834,7	834,7	834,7

25 marca 2009

Raport analityczny

**Deweloperzy**

Polska

Cena bieżąca	25,4 PLN
Cena docelowa	35,0 PLN
Kapitalizacja	0,46 mld PLN
Free float	0,19 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,67 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Prokom Investments	52,49%
Templeton Asset Management	6,32%
Pozostali	41,19%

Profil spółki

Polnord prowadzi działalność deweloperską w segmencie mieszkaniowym i komercyjnym w Warszawie oraz innych miastach Polski, a także na rynku rosyjskim. Polnord jest największym z największych właścicieli gruntów spośród deweloperów (większość gruntów zlokalizowana jest na warszawskim Wilanowie).

Ważne daty

22.04 - sprawozdanie finansowe za rok 2008
14.05 - sprawozdanie finansowe za Q1 2009
28.08 - sprawozdanie finansowe za H1 2009

Polnord

PND.PW; PNOR.WA

Kupuj

(Nowa)

Korzystna wartość banku ziemi

Sądzymy, że dyskusje na temat wartości Polnordu powinny koncentrować się wokół wyceny banku ziemi. Kluczowa może okazać się sprzedaż działek władzom miasta, do której może dojść w tym roku (pod budowę szkoły i dróg). Generalnie duży udział banku ziemi w wartości księgowej dewelopera postrzegamy obecnie jako czynnik ryzyka. W przypadku Polnordu jednak bank ziemi jest dość wysokiej jakości, w dodatku, nabywany był po przyzwoitych cenach, nawet jak na szczyt koniunktury na rynku mieszkaniowym. W efekcie, pomimo, że udział gruntów w wycenie sięga aż 59,1%, różnica wyceny księgowej działek budowlanych i wartości odtworzeniowej nie przekracza obecnie 21% (przy założeniu scenariusza spadku cen mieszkań o 30%). Aż 70,7% gruntów w posiadaniu spółki znajduje się na warszawskim Wilanowie. Nie spodziewamy się w najbliższym czasie innych czynników, które mogłyby być dużym zaskoczeniem. Dopuszczamy pewny odsetek wycofań klientów, w związku z przedsięwzięciem prowadzoną w systemie 10/90 na projektach Ostoja w Wilanowie (udział w ofercie: 23%). Ekspozycja na rynek rosyjski również w sposób dość ograniczony oddziałuje na wycenę (brak marż na rosyjskich projektach komercyjnych powoduje spadek wartości spółki o 2,3%, natomiast brak marż na wszystkich projektach rosyjskich o 3,1%). Podsumowując, z uwagi na korzystną wartość majątku, rekomendujemy kupno akcji Polnordu.

Szansa na sprzedaż gruntów deweloperskich

Spółka w tym roku zamierza dokonać sprzedaży części gruntów przeznaczonych pod inwestycje samorządowe na warszawskim Wilanowie. Może to wpłynąć tak na sytuację bilansową Polnordu (poprawa), jak i wynik netto (grunty pod drogi znajdują się w księgach z wartością = 0, przychody ze sprzedaży byłyby czystym zyskiem księgowym, grunty pod szkołę znajdują się w księgach z ceną 1100 PLN / PUM, ich sprzedaż wygenerowałaby księgowe straty).

Umowa o finansowaniu z Prokom Investments

Polnord podpisał umowę z Prokom Investments, w ramach której Prokom na rzecz Polnordu pozyska finansowanie w wysokości 100 mln PLN. Finansowanie ma być udzielone na warunkach rynkowych, lub jako bezpośrednia inwestycja kapitałowa w akcje spółki (emisja akcji w oparciu o warunki zawarte w umowie). Cena emisyjna akcji zostanie ustalona na poziomie średniej arytmetycznej cen zamknięcia z ostatnich 180 dni notowań Polnordu. W przypadku, gdyby finansowania dłużnego udzielał inny podmiot niż Prokom, Spółce Prokom będzie należne wynagrodzenie w wysokości 2% wartości udzielonego finansowania. Pozyskane finansowanie ma pozwolić Polnordowi na dokonywanie transakcji nabycia tzw. distressed assets. Jeśli spółce faktycznie uda się takie transakcje przeprowadzić, będzie to naszym zdaniem pozytywną wiadomością.

Kurs akcji PND na tle WIG

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P
Przychody	131,5	391,1	381,5	239,0
EBITDA	33,0	123,9	115,3	17,2
marża EBITDA	0,3	0,3	0,3	0,1
EBIT	31,4	121,9	113,3	15,2
Zysk netto	25,1	90,5	97,5	28,4
P/NAV	-	-	0,72	-
P/LV	-	-	0,79	-
Udział gruntów	-	-	59,1%	-
P/E	14,3	5,1	4,7	16,2
P/BV	0,44	0,46	0,42	0,41

Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki Polnord szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 35,0 PLN.

Wycena akcji Polnordu

Metoda wyceny	Wycena	Liczba akcji	Cena 1 akcji	Waga metody	Ważona cena 1 akcji
Metoda wartości likwidacyjnej	581,8	18,1	32,1	10,0%	3,2
Metoda wartości aktywów netto	639,9	18,1	35,3	90,0%	31,8
Cena docelowa na 1 akcję					35,0

Wycena metodą wartości likwidacyjnej

Założenia modelu

- Cena uzasadniająca projekt deweloperski o 30% niższa od cen na koniec 2008 roku
- 20% docelowej marży dewelopera
- Spadek kosztu budowy 1 m² o 10-15% (zależnie od standardu i lokalizacji)
- Koszt finansowania projektu = 9% (średnia ważona kosztu kapitału i długu)
- 10% dyskonto do wartości projektów w toku

Wycena akcji Polnordu: metoda wartości likwidacyjnej

	Wartość księgową	Wycena
Nieruchomości inwestycyjne	43,4	16,5
Aktywa z tyt. odroczonego podatku dochodowego	50,4	0,0
Wartość firmy	131,3	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	41,0	41,0
Zapasy: grunty	881,2	697,3
Zapasy: projekty w toku	297,3	267,6
Zapasy: pozostałe	26,5	26,5
Pozostałe aktywa obrotowe	367,5	367,5
Aktywa łącznie	1838,7	1416,4
Zobowiązania	834,6	834,6
Wartość firmy	1004,1	581,8
Liczba akcji	18,1	18,1
Cena na 1 akcję	55,4	32,1

Wycena metodą wartości aktywów netto

Założenia modelu: wycena gruntów

- Cena uzasadniająca projekt deweloperski o 30% niższa od cen na koniec 2008 roku
- 20% docelowej marży dewelopera
- Spadek kosztu budowy 1 m² o 10-15% (zależnie od standardu i lokalizacji)
- Koszt finansowania projektu = 9% (średnia ważona kosztu kapitału i długu)
- Nie zakładamy zapowiadanej przez spółkę sprzedaży gruntów na Wilanowie władzom miasta Warszawy

Założenia modelu: wycena projektów w toku

- Stopa wolna od ryzyka = 6,3% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).

Wycena akcji Polnordu: metoda wartości aktywów netto

	Wycena
Zapasy: grunty	697,3
Zapasy: projekty w budowie	481,8
Środki trwałe	18,0
Nieruchomości inwestycyjne	16,5
Aktywa finansowe	22,7
Środki pieniężne	21,7
Inne krótkoterminowe aktywa finansowe	70,9
Pozostałe	5,9
Suma aktywów	1334,9
Dług	617,6
Pozostałe zobowiązania	77,5
Wartość firmy	639,9

Model DCF: wycena projektów w toku

(mln PLN)	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	391,1	381,5	239,0	94,0	0,0
<i>zmiana</i>	197,4%	-2,5%	-37,4%	-60,7%	-100,0%
EBITDA	123,9	115,3	17,2	3,1	2,0
<i>marża EBITDA</i>	31,7%	30,2%	7,2%	3,3%	-
Amortyzacja	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
EBIT	121,9	113,3	15,2	1,1	0,0
<i>marża EBIT</i>	31,2%	29,7%	6,4%	1,2%	-
Opodatkowanie EBIT	23,2	21,5	2,9	0,2	0,0
NOPLAT	98,7	91,8	12,3	0,9	0,0
CAPEX	-3,4	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Kapitał obrotowy	-334,4	135,7	242,3	84,3	-8,7
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF		227,5	254,6	85,2	-8,7
<i>WACC</i>		8,8%	10,7%	11,3%	11,3%
<i>współczynnik dyskonta</i>		92,6%	83,7%	75,2%	67,6%
PV FCF		210,6	213,1	64,0	-5,9
WACC		8,8%	10,7%	11,3%	11,3%
Koszt długu		7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Stopa wolna od ryzyka		6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Premia za ryzyko kredytowe		1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Efektywna stopa podatkowa		19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV		48%	12%	0%	0%
Koszt kapitału własnego		11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
Premia za ryzyko		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta		1,0	1,0	1,0	1,0
Wartość projektów w toku		481,8			

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P
Przychody ze sprzedaży	59,5	131,5	391,1	381,5	239,0
<i>zmiana</i>	<i>-83,7%</i>	<i>121,2%</i>	<i>197,4%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>-37,4%</i>
Koszt własny sprzedaży	45,4	93,2	224,2	222,3	199,3
Zysk brutto na sprzedaży	14,0	38,3	166,9	159,3	39,7
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>23,6%</i>	<i>29,1%</i>	<i>42,7%</i>	<i>41,7%</i>	<i>16,6%</i>
Koszty sprzedaży	0,0	-0,4	-7,4	-5,6	-4,0
Koszty ogólnego zarządu	-4,4	-36,0	-52,6	-39,4	-20,0
Pozostała działalność operacyjna netto	-6,3	29,5	14,9	-1,0	-0,5
EBIT	3,3	31,4	121,9	113,3	15,2
<i>zmiana</i>	<i>-103,9%</i>	<i>839,8%</i>	<i>288,3%</i>	<i>-7,1%</i>	<i>-86,6%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>5,6%</i>	<i>23,9%</i>	<i>31,2%</i>	<i>29,7%</i>	<i>6,4%</i>
Wynik na działalności finansowej	-8,9	-0,7	-6,0	7,1	19,9
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	-5,6	30,7	115,8	120,3	35,1
Podatek dochodowy	12,8	-5,6	-24,1	-22,9	-6,7
Zysk akcjonariuszt mniejszościowych	-43,4	70,8	-1,3	0,0	0,0
Zysk netto	7,2	25,1	90,5	97,5	28,4
<i>zmiana</i>	<i>-</i>	<i>-372,0%</i>	<i>-8,4%</i>	<i>7,8%</i>	<i>-70,8%</i>
<i>marża</i>	<i>12,2%</i>	<i>19,1%</i>	<i>23,1%</i>	<i>25,5%</i>	<i>11,9%</i>
Amortyzacja	2,5	1,6	2,0	2,0	2,0
EBITDA	5,8	33,0	123,9	115,3	17,2
<i>zmiana</i>	<i>-107,1%</i>	<i>468,9%</i>	<i>275,2%</i>	<i>-6,9%</i>	<i>-85,1%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>9,8%</i>	<i>25,1%</i>	<i>31,7%</i>	<i>30,2%</i>	<i>7,2%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	7,0	14,1	18,1	18,1	18,1
EPS	1,0	1,8	5,0	5,4	1,6
CEPS	1,4	1,9	5,1	5,5	1,7
ROAE	37,2%	5,6%	10,0%	9,3%	2,5%
ROAA	1,9%	2,8%	5,9%	5,1%	1,4%

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
AKTYWA	540,7	1 252,9	1 838,7	1 990,7	2 000,2	1 930,6
Majątek trwały	201,0	223,4	266,2	266,2	266,2	266,2
WNiP	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Wartość firmy	117,8	146,4	131,4	131,4	131,4	131,4
Rzeczowe aktywa trwałe	34,9	16,4	17,6	17,6	17,6	17,6
Inwestycje długoterminowe	12,4	31,7	66,2	66,2	66,2	66,2
Pozostałe	35,9	28,7	50,6	50,6	50,6	50,6
Majątek obrotowy	339,7	1 029,5	1 572,5	1 724,5	1 734,0	1 664,4
Zapasy	147,4	884,8	1 205,0	1 134,6	965,9	881,2
Należności	137,5	85,4	258,4	247,7	155,2	61,0
Krótkoterminowe RMK	0,9	1,7	10,7	10,7	10,7	10,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	54,0	32,7	21,7	254,9	525,7	634,8
Inne	0,0	25,0	76,6	76,6	76,6	76,6
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
PASYWA	540,7	1 252,9	1 838,7	1 990,7	2 000,2	1 930,6
Kapitał własny	86,2	807,6	1 004,1	1 101,6	1 130,0	1 154,9
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	78,1	208,5	404,2	404,2	404,2	404,2
Pożyczki i kredyty	55,7	176,9	337,1	337,1	337,1	337,1
Rezerwy i inne	22,4	31,7	67,2	67,2	67,2	67,2
Zobowiązania krótkoterminowe	376,4	236,8	430,3	484,9	466,0	371,5
Pożyczki i kredyty	165,4	144,0	280,5	280,5	280,5	280,5
Zobowiązania wobec dostawców	164,1	76,9	128,7	183,2	164,3	69,8
Inne	46,9	15,9	21,1	21,1	21,1	21,1
Dług	221,1	320,9	617,6	617,6	617,6	617,6
Dług netto	167,1	288,2	595,9	362,7	91,9	-17,2
(Dług netto / Kapitał własny)	194,0%	35,7%	59,3%	32,9%	8,1%	-1,5%
(Dług netto / EBITDA)	28,8	8,7	4,8	3,1	5,3	-5,5
BVPS	12,3	57,2	55,4	60,8	62,4	63,8

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przepływy operacyjne	-87,4	-182,8	-262,0	228,1	252,9	81,6
Zysk netto	-36,3	98,8	90,5	97,5	28,4	24,9
Amortyzacja	2,5	1,6	2,0	2,0	2,0	2,0
Kapitał obrotowy	-17,4	-174,1	-334,4	135,7	242,3	84,3
Pozostałe	-36,1	-109,1	-20,1	-7,1	-19,9	-29,6
Przepływy inwestycyjne	9,3	-19,4	-35,2	-2,0	-2,0	-2,0
CAPEX	2,3	-2,5	-2,9	-2,0	-2,0	-2,0
Inwestycje kapitałowe	7,4	-12,4	2,9	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,4	-4,5	-35,2	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	114,3	180,9	286,2	7,1	19,9	29,6
Emisja akcji	48,4	0,0	433,7	0,0	0,0	0,0
Dług	68,6	190,5	-139,5	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-2,7	-9,6	15,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	36,2	-21,3	-11,0	233,2	270,8	109,2
Środki pieniężne na koniec okresu	54,0	32,7	21,7	254,9	525,7	634,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF			0,0	227,5	254,6	85,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-3,9%	1,9%	0,7%	0,5%	0,8%	2,1%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P
P/NAV	-	-	-	0,72	-
P/LV	-	-	-	0,79	-
P/E	24,6	14,3	5,1	4,7	16,2
P/BV	2,1	0,4	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	59,4	19,6	6,0	6,5	43,4
EV/EBIT	103,3	20,6	6,1	6,6	49,2
Cena (PLN)					
Liczba akcji na koniec roku (mln)	7,0	14,1	18,1	18,1	18,1
MC (mln PLN)	178,0	358,7	460,1	460,1	460,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	345,1	646,9	748,3	748,3	748,3



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, telekomunikacja, surowce, metale, media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analicycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, chemia, handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport został przekazany do emitentów przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitentów dokonano zmian w treści raportu. Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od Polnord za świadczone usługi.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendacją.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**DI BRE Banku nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej:
Dom Development, J.W. Construction, Polnord.**